

**Kurze Pause: Die nächste Ausgabe
erscheint am 21. Oktober**



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	7
Der Ratingansatz von Morningstar DBRS	11
Der spanische Agency-Markt im Überblick	15
Charts & Figures	
Covered Bonds	20
SSA/Public Issuers	26
EZB-Tracker	29
Cross Asset	30
Ausgaben im Überblick	31
Publikationen im Überblick	32
Ansprechpartner in der NORD/LB	33

Flooranalysten:

Dr. Norman Rudschuck, CIIA
 Head of Desk
norman.rudschuck@nordlb.de

Lukas Kühne
 Covered Bonds/Banks
lukas.kuehne@nordlb.de

Elias Degener
 Covered Bonds/Banks
elias.degener@nordlb.de

Lukas-Finn Frese
 SSA/Public Issuers
lukas-finn.frese@nordlb.de

Tobias Cordes, CIIA
 SSA/Public Issuers
tobias.cordes@nordlb.de

Covered Bonds Marktüberblick

Autoren: Elias Degener // Lukas Kühne // Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Primärmarkt: Noch einige aktive Handelswochen bis Jahresende zu erwarten

Zum Ende des III. Quartals sinken traditionell die Emissionsaktivitäten am Primärmarkt. Entsprechend dürfte es nicht verwundern, dass sich die Emittenten in Anbetracht des näher rückenden Jahresendes und der anhaltend hohen Volatilität an den globalen Rentenmärkten in den vergangenen fünf Handelstagen mit Neuemissionen eher zurückhielten. Wir rechnen allerdings weiterhin mit einigen aktiven Handelswochen im Jahr 2026. Diese dürften unserer Einschätzung nach jedoch deutlich ruhiger verlaufen als die vergangenen zwei Monate. Gerade die gestiegene Unsicherheit in Bezug auf die fiskalische und politische Entwicklung in Frankreich sowie die anstehenden US-Midterms dürften wichtige Faktoren sein, die die Märkte auch in den kommenden Wochen und Monaten weiter beschäftigen werden. Im Fall eines ausgeprägten Risk-off-Szenarios könnte sich das Emissionsfenster am Covered Bond-Markt für 2026 sogar früher als erwartet schließen. Trotz der gestiegenen Volatilität an den Rentenmärkten sind in den letzten fünf Handelstagen insgesamt drei Emittenten auf die Investoren am Primärmarkt zugegangen und konnten Covered Bonds im Gesamtvolumen von EUR 2,75 Mrd. erfolgreich platzieren. Den Anfang machte noch im September die Banque et Caisse d'Épargne de l'État (Spuerkeess) mit der Emission ihres ersten Covered Bonds im EUR-Benchmarksegment. Die siebenjährige gedeckte Anleihe des luxemburgischen Instituts stieß auf ein mehr als auskömmliches Investoreninteresse, sodass der Spread um sieben Basispunkte auf ms +31bp reduziert werden konnte. Das Emissionsvolumen des Green Bonds fixierte die Spuerkeess schon mit Buchöffnung auf EUR 500 Mio. Nach einer EUR-Subbenchmarkemission am Montag (05. Oktober) zeigten sich am darauffolgenden Tag auch die niederländische ABN AMRO (ABN; vgl. [Issuer View](#)) und die italienische Mediobanca Banca di Credito Finanziario (Mediobanca) am Markt aktiv. Beide Emittenten entschieden sich für eine anfängliche Restlaufzeit von 3,0y. Die Mediobanca wählte für ihre Neuemission ein Volumen von EUR 750 Mio. und konnte im Verlauf der Vermarktungsphase den Spread auf ms +30bp reduzieren. Die ABN wiederum konnte ihren Bond mit einem Emissionsvolumen von EUR 1,50 Mrd. bei einem Reoffer-Spread von ms +14bp bei den Investoren platzieren.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
Mediobanca	IT	06.10.	IT0005734477	3.0y	0.75bn	ms +30bp	AA+ / - / -	-
ABN AMRO	NL	06.10.	XS3532747329	3.0y	1.50bn	ms +14bp	AAA / Aaa / -	-
Spuerkeess	LU	30.09.	LU3524476929	7.0y	0.50bn	ms +31bp	- / Aaa / -	X

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research (Rating: Fitch / Moody's / S&P)

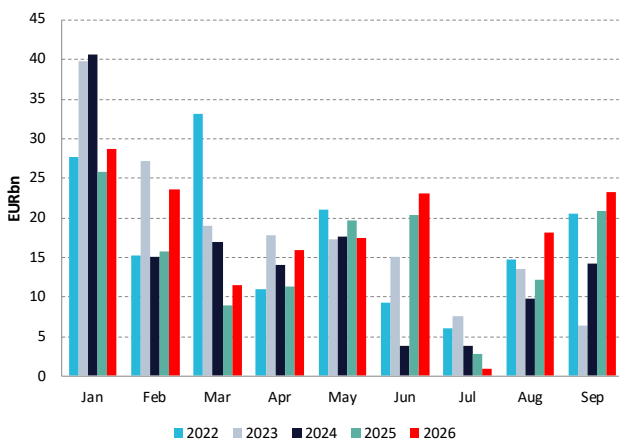
Sekundärmarkt: Französische Covered Bonds underperformen

Während die Nachfrage nach Neuemissionen auf leicht höheren Niveaus zwar weiterhin vorhanden ist, bleibt die Nachfrage am Sekundärmarkt stark begrenzt. Ein geringeres Neuangebot an Primärmarktware könnte das Investoreninteresse an Sekundärmarktware jedoch wieder steigen lassen. Die Spreads französischer Covered Bonds stehen weiterhin unter Druck und zählten in den vergangenen Handelswochen zu den klaren Underperformern. Der Trend eines moderaten Spreadwidening scheint aktuell noch nicht gebrochen zu sein, sodass wir weiterhin mit leicht steigenden Spreads am Sekundärmarkt rechnen.

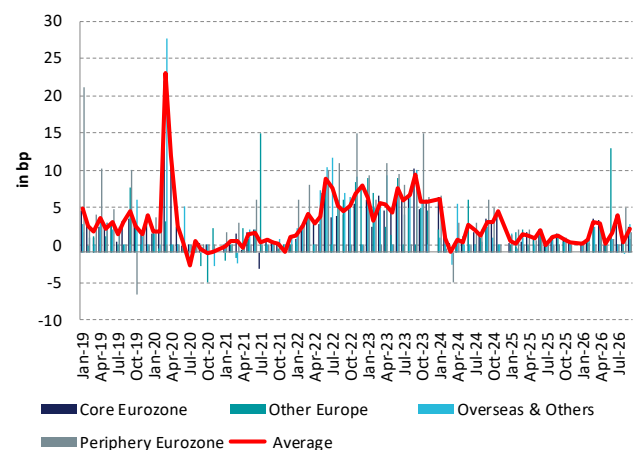
Leichter Spreadanstieg bis zum Jahresende zu erwarten

Vor dem Hintergrund des volatileren Marktumfelds sind die Spreads am Covered Bond-Markt gegenüber ihren Tiefstständen im August leicht angestiegen. Im Mittel stehen bei deutschen Pfandbriefen und französischen Covered Bonds Anstiege von drei bzw. acht Basispunkten zu Buche. Kurzfristig rechnen wir nicht mit einer Rückkehr der Spreads zu ihren Tiefstständen. Vielmehr erwarten wir bis zum Jahresende einen weiteren leichten Anstieg. Ursächlich hierfür ist unserer Ansicht nach das Repricing an den globalen Anleihemärkten, das sich zunächst in einem deutlichen Anstieg des Renditeniveaus niederschlug und die Steilheit der Spreadkurve bis fast zur Unkenntlichkeit nivellierte. Neben diesen Faktoren stellt auch die hohe Volatilität an den Rentenmärkten einen Einflussfaktor dar, für den Investoren aktuell eine etwas höhere Kompensation verlangen. Nichtsdestoweniger rechnen wir noch einige Wochen mit aktiven Emissionstätigkeiten, die jedoch nicht mit dem August und September vergleichbar sein dürften. Dabei sollten insbesondere die großen Jurisdiktionen stärker im Fokus stehen.

EUR BMK: Historie Neuemissionen (Q1 bis Q3)



EUR BMK: Neuemissionsprämien Primärmarkt



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

EUR-Benchmarksegment mit Rekordemissionen in Q3/2026

Vor dem Hintergrund der hohen Emissionsaktivitäten würde es unserer Ansicht nach eine deutliche Untertreibung darstellen, von einem „normalen“ III. Quartal zu sprechen. So wurden zwischen dem 01. Juli und dem 30. September dieses Jahres 55 neu emittierte gedeckte Anleihen mit einem Volumen von rund EUR 42 Mrd. platziert. Damit konnte auch der bisherige Rekordwert aus dem Jahr 2022 (EUR 39,9 Mrd.) übertroffen werden. Insbesondere die hohe Nachfrage nach der Sommerpause trug zu diesem Ergebnis bei. Neben der längeren Emissionspause führen wir die anfänglich hohe Nachfrage der Investoren insbesondere auf das gestiegene absolute Renditeniveau zurück. Dabei lag der Fokus der Emittenten eher auf den kurzen und mittleren Laufzeitsegmenten; lediglich fünf der 55 in Q3 platzierten Bonds verfügten über eine anfängliche Restlaufzeit von mindestens zehn Jahren. Zudem konnten im betrachteten Zeitraum zwei Debütemissionen im EUR-Benchmarksegment von einem israelischen und einem luxemburgischen Covered Bond-Emittenten gefeiert werden. Das Gros der Emissionen wurde vor der EZB-Sitzung am 10. September emittiert. Danach gingen die Emissionsaktivitäten aufgrund der ECBC-Konferenz in Sevilla, eines anspruchsvolleren Marktumfelds und einer geringeren Investorennachfrage deutlich zurück. Während die Neuemissionsprämien noch bis Anfang September kaum vorhanden waren, stiegen sie zum Ende Q3 wieder deutlich an.

Evangelische Bank feiert Debüt im EUR-Subbenchmarksegment

In einem von Abwarten geprägten Marktumfeld wagte sich die Evangelische Bank ([Issuer View](#)) am Montag (05. Oktober) erstmals auf das Parkett und emittierte einen Hypothekendarlehenpfandbrief im EUR-Subbenchmarkformat mit einem Volumen von EUR 250 Mio. Der Deal mit einer Laufzeit von 6,0y startete mit einer Guidance von ms +35bp area. Im Zuge der Vermarktungsphase konnte der Spread um insgesamt drei Basispunkte auf ms +32bp reduziert werden. Das Orderbuch summierte sich auf EUR 325 Mio., sodass der Pfandbrief trotz der volatileren Marktphase erfolgreich platziert werden konnte. Der Deckungsstock der Kasseler Genossenschaftsbank umfasste zum Stichtag 30. Juni 2026 ein Volumen von rund EUR 909 Mio., was einem Anstieg von +58,3% (Y/Y) entspricht. Die Debütemission der Evangelischen Bank wurde von den Ratingexperten von S&P mit der Bestnote AAA bewertet.

Fitch erhöht Covered Bond-Rating der Mediobanca um einen Notch auf AA+

Fitch hat in der vergangenen Woche das Rating der Obbligazioni Bancarie Garantite (OBG; hypothekenbesicherte Covered Bonds) der italienischen Mediobanca Banca di Credito Finanziario (Mediobanca) um einen Notch auf AA+ angehoben. Haupttreiber der Ratingerhöhung ist eine Anpassung der vertraglichen Anforderungen an die kontoführende Bank. Als Mindestanforderung stellen die Risikoexperten insbesondere auf ein Rating von BBB ab, sofern Fitch die Bank als sog. Operational-Continuity Bank (OCB) einstuft, und andernfalls auf A. Da die Mediobanca selbst als kontoführende Bank agiert und Fitch sie als OCB einstuft, ist das Deposit Rating des italienischen Instituts von BBB+ ausreichend zur Erfüllung des neuen Kriteriums. Infolgedessen wurde die Ratingerhöhung auf AA+ möglich. Das OBG-Programm befindet sich nunmehr auf der maximal erreichbaren Ratingstufe. Eine weitere Anhebung wird derzeit durch den für italienische Covered Bonds und Structured Finance-Transaktionen geltenden Country Cap von AA+ verhindert. Die Ratingexperten betonen darüber hinaus, dass ausreichend Puffer gegenüber einem potenziellen Downgrade besteht. Am aktuellen Rand hat die Mediobanca acht Covered Bonds im EUR-Benchmarkformat ausstehend, die ein Gesamtvolumen in Höhe von EUR 6,3 Mrd. aufweisen.

S&P erhöht das Rating für drei italienische Banken

Die Risikoexperten von S&P haben die Bonitätseinschätzung von drei italienischen Banken nach oben angepasst. So erhöhte die Agentur das Rating der Banco BPM um einen Notch auf BBB+ (Ausblick: Positiv) und passte den Ausblick für die BPER Banca sowie die Iccrea Banca auf Positiv (vormals Stabil) an. S&P hebt hervor, dass sich die Kreditprofile der italienischen Banken stärker verbessert haben als ursprünglich angenommen. Zusätzlich betont die Ratingagentur die höhere und nachhaltigere Ertragskraft der drei Institute. Die Ratinganpassung ist somit ausdrücklich auf die eigenständige Bonitätsverbesserung der Banken zurückzuführen und nicht auf die anhaltende Konsolidierungswelle im italienischen Bankensektor. Insbesondere die Banco BPM war zuletzt immer wieder im Zentrum verschiedener Konsolidierungsüberlegungen. So bekundete die Banco Monte dei Paschi di Siena zuletzt Interesse an einer Übernahme des Mailänder Kreditinstituts. S&P betonte im Zuge der Ratinganpassung insbesondere die gestärkte Kapitalausstattung der Banco BPM als zentralen Treiber für das Ratingupgrade.

EZB veröffentlicht geänderte Bewertungsregeln für einlieferbare Sicherheiten

Die EZB hat die bereits im vergangenen Jahr angekündigten, neuen Bewertungsregeln für einlieferbare Sicherheiten im Rahmen von Transaktionen mit der Zentralbank bekanntgegeben. In ihrer am 29. September veröffentlichten [Pressemitteilung](#) betonen die Währungshüter, dass die neuen Regelungen ab dem 30. November dieses Jahres Anwendung finden sollen. Eine zentrale Änderung ist hierbei, dass zukünftig das zweitbeste verfügbare Rating für die Einwertung der Sicherheit herangezogen wird. Auf diesem Wege sollen potenzielle positive Ratingausreißer eliminiert werden. Sofern für eine Emission nur ein Rating verfügbar ist, wird dieses um einen Notch reduziert. Für Fälle, in denen gar kein Rating vorliegt, wird das zweitbeste Emittentenrating zur Bewertung der Sicherheit herangezogen. Aus unserer Sicht dürften die Konsequenzen für die Einlieferbarkeit von Covered Bonds gering sein. Zwar beeinflusst die neue Ratingaggregation sowohl die grundsätzliche Notenbankfähigkeit eines Covered Bonds als auch die jeweils angewendete Haircut-Kategorie. Ein marktfähiger Vermögenswert muss gemäß den Vorgaben der EZB jedoch mindestens den Credit Quality Step 3 (CQS 3) aufweisen, was einem Rating im Investment-grade-Bereich entspricht. Für das EUR-Benchmarksegment ergeben sich unseres Erachtens keine direkten Auswirkungen hinsichtlich der Notenbankfähigkeit der Covered Bonds, da alle Bonds auch unter der neuen Regelung ein relevantes Rating aufweisen, das eine Einstufung in den CQS 2 ermöglicht. Neben der Anpassung der anzuwendenden Haircuts, die im Wesentlichen lediglich rund einen Prozentpunkt betragen, betrifft die größte Änderung sog. Retained Covered Bonds (RCB; einbehaltene Covered Bonds). Für diese wurde bislang auf den regulären Haircut des Covered Bonds ein Zusatzabschlag in Höhe von 8% (Rating von AAA bis A) bzw. 12% (Covered Bonds im BBB-Bereich) erhoben. Diese pauschalen Zusatzabschläge werden mit den neuen Regelungen abgeschafft und durch eine eigenständige, nach Laufzeit und Kuponstruktur differenzierte Haircut-Tabelle ersetzt. Die EZB begründet dies damit, dass eine granulare, laufzeitabhängige Systematik die Laufzeit- und Liquidationsrisiken einbehaltener Covered Bonds besser abbildet als ein pauschaler Zuschlag. Insbesondere im Ratingbereich von A bis AAA steigen die Haircuts für RCB zukünftig an. Der Anstieg fällt hierbei mit zunehmender Laufzeit deutlich höher aus. Für Own-Use Covered Bonds im BBB-Segment sinken die Haircuts dagegen in nahezu allen Laufzeitsegmenten. Besonders ausgeprägt sind die Änderungen bei langlaufenden und hoch gerateten RCB. Während ein RCB mit einer Ratingeinstufung von mindestens A und einer Restlaufzeit von unter einem Jahr nur einen Haircut von 9% hinnehmen muss, liegt dieser im Laufzeitsegment von sieben bis zehn Jahren bereits bei 15%. Für die Einordnung eines Bonds in eine der Haircut-Kategorien ist hierbei nicht das erwartete Rückzahlungsdatum, sondern die von der EZB definierte maßgebliche Laufzeit entscheidend. Für Soft Bullet-Strukturen stellen die Währungshüter auf die maximal mögliche Endlaufzeit ab, während für Bonds mit einer Conditional Pass-Through-Struktur eine pauschale Einstufung in die Laufzeitenkategorie von 10-15 Jahren erfolgt. Für die Zukunft ist also davon auszugehen, dass sich Banken bei der Nutzung von RCB noch stärker auf das kurze Ende des Laufzeitenbandes konzentrieren werden, um die anfallenden Abschläge bei der Einlieferung von Covered Bonds bei der Notenbank möglichst gering zu halten. Da die regulatorischen Änderungen in der Gesamtschau moderat ausfallen, dürften die Auswirkungen auf die Verwendung von Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten begrenzt sein. Folglich rechnen wir auch mit keinen direkt aus der regulatorischen Anpassung resultierenden Implikationen für das Spreadniveau. Die von der EZB veröffentlichten Regelungen können der entsprechenden [Guideline](#) im Detail entnommen werden.

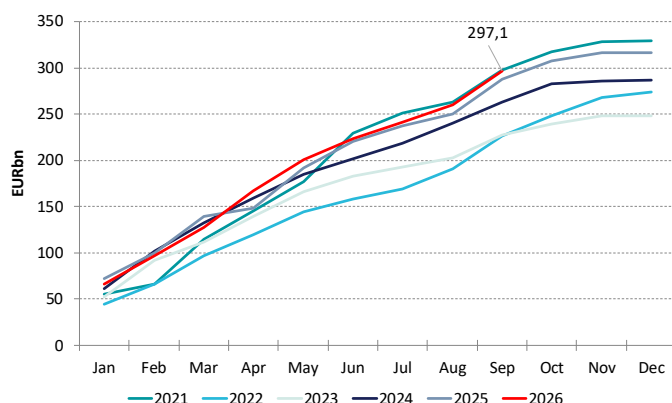
SSA/Public Issuers Marktüberblick

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIIA // Lukas-Finn Frese // Tobias Cordes, CIIA

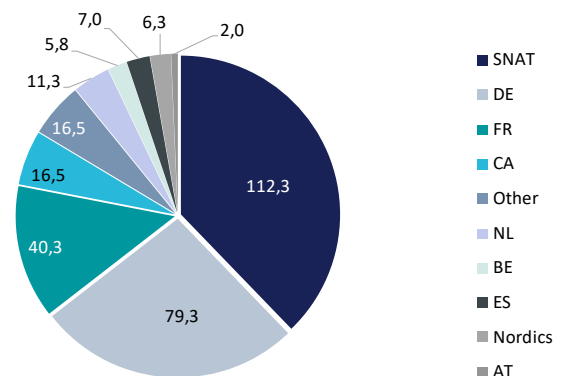
Der SSA-Markt zum Stand Ende Q3/2026: ESG-Supply beflügelt Emissionsgeschehen

Das SSA-Primärmarktumfeld zeigte sich auch in Q3/2026 von den nach wie vor schwierigen Rahmenbedingungen kaum beeindruckt. Höhere Ölpreise, steigende Inflationssorgen, politische Unsicherheiten, geldpolitische Straffungen und wachsende Bedenken um die Nachhaltigkeit der Staatsschulden in den USA und Europa wirkten sich spürbar negativ auf die Refinanzierungskosten aus, taten jedoch der Dynamik am Primärmarkt keinen Abbruch. In Q3/2026 summierte sich das Neuemissionsvolumen an syndizierten EUR-Benchmarks in unserer Coverage auf EUR 74,0 Mrd., wovon rund 47% (EUR 35,0 Mrd.) auf ESG-Bonds entfielen. Damit beläuft sich das gesamte Emissionsvolumen seit Jahresbeginn auf EUR 297,1 Mrd. und übertrumpft somit die Werte der identischen Perioden aus den Jahren 2022 bis einschließlich 2025. Lediglich zum Ende Q3/2021 lag das Volumen mit EUR 297,5 Mrd. marginal höher (Q3/2025: EUR 287,7 Mrd.; Q3/2024: EUR 263,1 Mrd.). Das starke Wachstum im ESG-Segment führte indes ebenfalls dazu, dass dieser Teilmarkt mit nunmehr insgesamt EUR 107,2 Mrd. seit Jahresbeginn die Vergleichsperioden mitunter deutlich übertrumpft (Q3/2025: EUR 93,1 Mrd.; Q3/2024: EUR 81,5 Mrd.). Auch in dieser Hinsicht war nur das Krisenjahr 2021, als die EU noch mit ihrem SURE-Programm aktiv war, emissionsstärker (Q3/2021: EUR 121,4 Mrd.). Mit Blick auf die einzelnen Emittentengruppen brachten die [europäischen Supranationals](#) mit EUR 97,1 Mrd. das größte Volumen auf die Waage, gefolgt von den [deutschen Ländern](#) mit EUR 40,6 Mrd. [Deutsche Agencies](#) rangierten sodann auf Platz 3 mit EUR 38,3 Mrd. Für die verbleibenden drei Monate des Jahres rechnen wir damit, dass die Primärmarktaktivitäten spürbar zurückgehen dürften. Dies lässt sich u.a. darauf zurückführen, dass einige Emittenten – wie eine Reihe [französischer Agencies](#) oder die EFSF – ihre Refinanzierungsprogramme für 2026 bereits vollständig abgeschlossen oder lediglich nur noch „kleinere“ Beträge offen haben. Zudem dürften die anstehenden Zwischenwahlen in den USA die Anzahl der ohnehin wenigen Emissionsfenster im IV. Quartal weiter verknappen. Nichtsdestoweniger fühlen wir uns mit unserer Supply-Prognose für das Gesamtjahr von EUR 310-320 Mrd. weiterhin wohl und erwarten bis Jahresultimo daher noch rund EUR 20 Mrd. an frischen Anleihen.

Emissionsvolumen im Jahresverlauf



Emissionsvolumen nach Jurisdiktionen (EUR Mrd.)



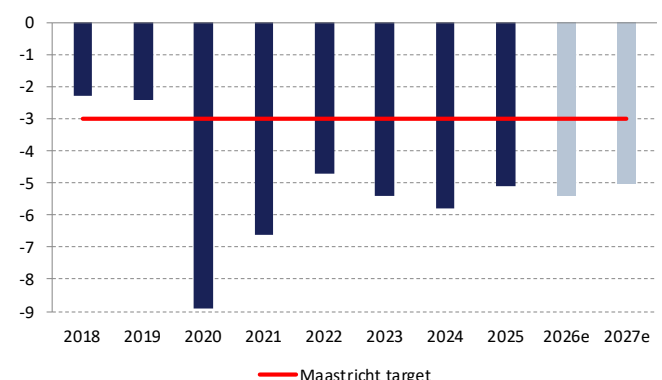
Les Misérables: Frankreich und das Schuldendrama

Die negativen Schlagzeilen rund um die französische Haushalts- und Schuldenlage reißen nicht ab: Inmitten ohnehin schwieriger Rahmenbedingungen verkündete die [Agence France Trésor](#) im kommenden Jahr neue Anleihen im mittel- und langfristigen Laufzeitsegment im Umfang von EUR 340 Mrd. emittieren zu wollen. Dies käme einem Anstieg um knapp +9% gegenüber dem diesjährigen Fundingziel gleich (EUR 312 Mrd.). Gleichzeitig sieht der Anfang Oktober vorgestellte Haushalt für 2027 ein Sparpaket i.H.v. EUR 54 Mrd. vor, welches die Defizitquote auf 5,0% des BIP reduzieren soll. Ein Wert, der weiterhin über den Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspakts von 3,0% liegt und den die Regierung eigentlich bereits in diesem Jahr erreichen wollte. Die Reaktion des Marktes folgte prompt: Der OAT-Bund-Spread, welcher die Risikoprämie französischer Staatsanleihen gegenüber Bundeswertpapieren misst, stieg in der Folge für zehnjährige Bonds auf über 140bp und erreichte damit den höchsten Wert seit der europäischen Staatsschuldenkrise im Jahr 2012. Im vergangenen Juni betrug der Risikoaufschlag noch knapp 60bp. Die erhöhte allgemeine Unsicherheit, ursprünglich ausgelöst durch die Auflösung der Nationalversammlung im Nachgang der Europawahlen 2024, hat die „Grande Nation“ in einen Zustand der anhaltenden fiskalischen Kompromissunfähigkeit und politischen Zerrissenheit versetzt. Ob die Umsetzung des Budgets 2027 gelingt, bleibt zu bezweifeln, denn die politischen Ränder dürften ihrerseits kein Interesse daran haben, unmittelbar vor der anstehenden Präsidentschaftswahl im April mit der Implementierung unpopulärer Konsolidierungsmaßnahmen in Verbindung gebracht zu werden. Sofern keine Einigung über den Etat erzielt oder die Regierung erneut gestürzt wird, dürfte der Haushalt 2026 fortgeschrieben werden und sich die Defizitquote sodann auf bis zu 6,5% ausweiten. Der nunmehr über ein halbes Jahr fortwährende Konflikt am Persischen Golf und die daraus resultierenden Preisanstiege bei wichtigen Energierohstoffen belasten zusätzlich die konjunkturellen Aussichten. Nach den jüngsten Zahlen von Eurostat lag die französische Inflationsrate im September bei 3,0% Y/Y, nachdem sie im August noch 2,4% Y/Y betrug. Die Energiepreise stiegen dabei um +21,2% im Jahresvergleich. Auch die Zinsausgaben dürften aufgrund der deutlich gestiegenen Refinanzierungskonditionen den fiskalischen Handlungsspielraum weiter eingen. Eine nachhaltige Erholung der französischen Risikoprämien – sowohl für OATs als auch für [Agencies](#) – erachten wir daher ohne die Implementierung von glaubhaften Konsolidierungsmaßnahmen als unwahrscheinlich. Eine Intervention vonseiten der EZB über die Aktivierung des TPI schließen wir zudem weiterhin aus. Von den anstehenden turnusgemäßen Ratingüberprüfungen durch Moody's (23. Oktober; derzeit AA3 [negativ]) und S&P (27. November; derzeit A+ [stabil]) erwarten wir ebenfalls wenig optimistische Impulse.

OAT-Bund-Spread (10y)



Jährliche Neuverschuldung (in % des BIP)



ESM und EFSF veröffentlichen ihren Newsletter für Q3/2026

In ihrem jüngst veröffentlichten Newsletter haben der European Stability Mechanism (Ticker: ESM) und die European Financial Stability Facility (Ticker: EFSF) u.a. eine Zwischenbilanz zum bisher eingeworbenen Fundingvolumen gezogen. In diesem Zuge gab die EFSF bekannt, ihre Fundingaktivitäten für 2026 bereits abgeschlossen zu haben, sodass im laufenden Jahr keine weiteren langfristigen Mittelaufnahmen geplant seien. Insgesamt bleibt es bei der EFSF daher bei einem emittierten Volumen von EUR 16,5 Mrd. in 2026 – obwohl ursprünglich ein Fundingziel von EUR 18,5 Mrd. kommuniziert wurde. Maßgeblich für die Anpassung des Refinanzierungsprogramms ist eine für Oktober erwartete Rückzahlung Griechenlands über EUR 2,5 Mrd., die aus Erlösen der Reprivatisierung von Banken geleistet wird, deren Rekapitalisierung durch den staatlichen Bankenrettungsfonds Hellenic Financial Stability Fund (HFSF) unterstützt worden war. Der ESM dürfte seine Refinanzierungsaktivitäten demgegenüber noch nicht beendet haben: Bei einem kommunizierten Kapitalbedarf von EUR 7 Mrd. und einem bisherigen Emissionsvolumen von umgerechnet EUR 6,5 Mrd. erwarten wir bis Ende des Jahres noch Emissionen im Umfang von EUR 0,5 Mrd. Diese sind ggf. auch durch Taps oder Private Placements denkbar.

Kommuninvest hebt ihr Fundingziel erneut an

Nachdem der schwedische Kommunalfinanzierer Kommuninvest (Ticker: KOMINS) seinen langfristigen Refinanzierungsbedarf für 2026 bereits im April nach oben revidierte und auf SEK 170-190 Mrd. an hob, wurde das Fundingziel am 25. September nach umfassender Evaluierung der Kreditentwicklung erneut nach oben angepasst. Angepeilt werden nun SEK 190-200 Mrd. (im Mittel: SEK 195 Mrd.; Äquivalent: EUR 17,2 Mrd.). Ausschlaggebend hierfür sei v.a. das anhaltend hohe Kreditwachstum, die starke Wettbewerbsposition sowie ein infolge der schwächeren schwedischen Krone gesteigerter Liquiditätsbedarf. Bis zum 23. September hatte die Agency bereits SEK 144 Mrd. an Refinanzierungsmitteln mit einer Laufzeit von länger als einem Jahr am Kapitalmarkt eingesammelt. Unter den Neuemissionen befanden sich (bisher) auch zwei EUR-Benchmarks: Im Januar platzierte der Kommunalfinanzierer EUR 1 Mrd. (3,4y) zu ms +5bp und im Mai weitere EUR 1,25 Mrd. (3,8y) zu ms +4bp. Der verbleibende Kapitalbedarf soll über Transaktionen in SEK, USD und EUR gedeckt werden.

NRW: Haushaltsentwurf für 2027 in den Landtag eingebracht

Der Minister der Finanzen des Landes Nordrhein-Westfalen (Ticker: NRW) – Dr. Marcus Optendrenk – hat Mitte September den Haushaltsentwurf für das kommende Jahr zur ersten Lesung in den Landtag eingebracht. Der Etat soll ein Gesamtvolumen von voraussichtlich EUR 115,5 Mrd. aufweisen – wovon allein EUR 44,4 Mrd. und damit knapp 40% in den Bereich Kinder, Bildung und Jugend fließen sollen. Ein maßgeblicher Anteil ist außerdem Investitionsausgaben vorbehalten: Laut Entwurf sollen rund EUR 12,6 Mrd. für den Ausbau und die Modernisierung der Infrastruktur, Digitalisierung, klimaneutralen Technologien und der wirtschaftlichen Transformation bereitgestellt werden. Für die Innere Sicherheit sind im Entwurf rund EUR 7,1 Mrd. veranschlagt, davon etwa EUR 4,7 Mrd. für die personelle, technische und organisatorische Ausstattung der Polizei. Parallel zur Einreichung des Haushaltsentwurfs hat die Landesregierung auch das Gemeindefinanzierungsgesetz 2027 vorgelegt, welches vorsieht, den Verbundsatz für die kommunalen Zuweisungen von 23% auf 23,5% zu erhöhen und damit erstmals seit 1974 anzuheben. Über das Gemeindefinanzierungsgesetz 2027 sollen die Kommunen rund EUR 17,1 Mrd. erhalten und damit so viel wie nie zuvor. Insgesamt würden sich Gesamtzuweisungen an Städte, Gemeinden und Kreise in NRW im Jahr 2027 auf etwa EUR 44 Mrd. belaufen.

Primärmarkt

Auch in der vergangenen von uns betrachteten Handelswoche kam trotz erhöhter Risikoaversion und zunehmender Unsicherheit wieder einiges an frischem Material an den Markt. Auf die Mandatierung des Exportfinanzierers Finnvera (Ticker: FINNVE) hatten wir bereits in der vergangenen Ausgabe hingewiesen und die Vermarktungsphase begann sodann unmittelbar nach Redaktionsschluss. Das Pricing für den EUR 1 Mrd. schweren Bond mit einer Laufzeit von fünf Jahren erfolgte schließlich guidancegemäß zu ms +8bp. Das Orderbuch für die erste EUR-Benchmark der Finnen in diesem Jahr füllte sich auf EUR 1,4 Mrd. Richten wir den Blick nach Deutschland: Aus dem hiesigen Agency-Segment wagte sich die Bayerische Landesbodenkreditanstalt (BayernLabo, Ticker: BAYLAN) aufs Parkett. Den Süddeutschen stand dabei der Sinn nach frischen EUR 500 Mio. im siebenjährigen Laufzeitsegment. Geprintet wurde final zu einem Reoffer-Spread von ms +17bp (Guidance: ms +18bp area). Die Bid-to-cover-Ratio betrug 1,4x. Des Weiteren machten auch zwei Länder Nägel mit Köpfen: Schleswig-Holstein (Ticker: SCHHOL) emittierte am vergangenen Donnerstag eine neue Landesschatzanweisung (LSA) im Umfang von EUR 1 Mrd. und einer Laufzeit von acht Jahren zu ms +19bp (Guidance: ms +20bp area; Orderbuch: EUR 1,25 Mrd.). Demgegenüber entschied sich das Land Nordrhein-Westfalen (Ticker: NRW) bei seiner Transaktion für eine Laufzeit von zehn Jahren und ein Neuemissionsvolumen i.H.v. EUR 1,25 Mrd. Gepreist wurde die LSA final zu einem Reoffer-Spread von ms +26bp. Seit Jahresbeginn beläuft sich das Emissionsvolumen von EUR-Benchmarkanleihen der deutschen Länder damit auf insgesamt EUR 42,8 Mrd., verteilt auf 46 ISINs. Mit Blick in die Zukunft rechnen wir aufgrund der erfolgten Neumandatierungen mit folgenden Deals auf den Schirmen: Das Land Sachsen-Anhalt (Ticker: SACHAN) beabsichtigt die erstmalige Emission eines [Green Bonds](#) mit einem Volumen von EUR 500 Mio. (WNG). Die Anleihe soll dabei eine „mittlere“ Laufzeit aufweisen. Im ESG-Segment war der Sub-Sovereign bislang nur mit Social Bonds aktiv. Sachsen-Anhalt wäre damit das erste deutsche Land, welches ESG-Anleihen in unterschiedlichen Formaten emittieren würde. Geographisch weiter östlich plant der Freistaat Sachsen (Ticker: SAXONY) sein Debüt im EUR-Benchmarksegment in diesem Jahr. Die angekündigte LSA mit sieben Jahren Laufzeit soll dabei über ein Volumen i.H.v. EUR 500 Mio. verfügen. Zudem hat die Stadt Dortmund (Ticker: DRTMND) für eine festverzinsliche Anleihe im Umfang von mind. EUR 150 Mio. bei siebenjähriger Laufzeit mandatiert. Darüber hinaus hat die Europäische Union (Ticker: EU) für ihre dritte syndizierte Transaktion in H2/2026 (vgl. [Fundingplan](#)) einen RfP an die relevante Bankengruppe versendet. Von dem angepeilten Fundingziel i.H.v. EUR 180 Mrd. hat die EU zum aktuellen Stand EUR 141,7 Mrd. eingesammelt, sodass wir bis Jahresultimo mit weiteren EUR 38,3 Mrd. über Bonds und Taps rechnen.

Issuer	Jurisdiction	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
NRW	DE	06.10.	DE000NRW0Q07	10.0y	1.25bn	ms +26bp	AAA / Aa1 / AA	-
BAYLAN	DE	01.10.	DE000LFA2576	7.0y	0.50bn	ms +17bp	- / Aaa / -	-
SCHHOL	DE	01.10.	DE000SHFM1K6	8.0y	1.00bn	ms +19bp	AAA / - / -	-
FINNVE	Nordics	30.09.	XS3528428009	5.0y	1.00bn	ms +8bp	AA / Aa1 / -	-

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research (Rating: Fitch / Moody's / S&P)

Covered Bonds

Der Ratingansatz von Morningstar DBRS

Autoren: Elias Degener // Lukas Kühne // Dr. Norman Rudschuck, CIIA

DBRS-Ratingansatz für Covered Bonds

Dieser Beitrag dient der schematischen Vorstellung des Ratingansatzes, den DBRS für die Bewertung von Covered Bonds verwendet. DBRS zählt gemeinsam mit S&P, Fitch, Moody's und Scope zu den fünf „External Credit Assessment Institutions“ (ECAI), welche im Rahmen des „[Eurosystem Credit Assessment Framework](#)“ (ECAF) aufgeführt werden. Grundlage ist die Methodologie „[Rating and Monitoring Covered Bonds](#)“ vom 24. März 2026. Die darin gegenüber der Fassung vom 13. November 2025 vorgenommenen Änderungen sind nach Angaben der Agentur rein redaktioneller Natur; der Ratingansatz blieb unverändert.

Covered Bond-Ratings: DBRS arbeitet mit vier Bausteinen

Der DBRS-Ansatz basiert auf vier Bausteinen. Zuerst wird auf die Reference Entity (RE) abgestellt. Entsprechend leitet sich im ersten Baustein der Covered Bond Attachment Point (CBAP) aus dem Critical Obligations Rating (COR) oder dem Long-Term Senior Debt Rating der Reference Entity (RE-LTSDR) ab. Sofern DBRS kein LTSDR vergibt, kann alternativ das Long-Term Issuer Rating herangezogen werden. Beim zweiten Baustein bewertet DBRS das spezifische Legal and Structuring Framework (LSF). Als Ergebnis erhält DBRS eine für das Programm geltende Bewertung des Rahmenwerks mit den Ausprägungen Very Strong, Strong, Adequate, Average und Modest. Aufbauend auf dem CBAP als Ankerpunkt für die Ratingeinstufung und der Bewertung des LSF wird die Qualität des Cover Pools (CP) evaluiert, um daraus die Wahrscheinlichkeit abzuleiten, dass die Covered Bonds in Übereinstimmung mit den Anleihebedingungen bedient werden. Das Ergebnis beschreibt die LSF-Implied Likelihood (LSF-L), die als Zwischenschritt der Ratingermittlung dient. Darauf baut im vierten Baustein die Recovery-Analyse auf, bei der anhand von Cashflow-Simulationen und gestressten Verwertungsannahmen analysiert wird, welcher Anteil der Covered Bond-Verbindlichkeiten nach einem Ausfall noch bedient werden kann.

Baustein eins: Covered Bond Attachment Point (CBAP) berücksichtigt drei Regime

Der CBAP spezifiziert die Kreditstärke der RE. Als Ausgangsbasis dient eine langfristige Risikoeinstufung der RE (entweder des COR, Senior Unsecured oder Issuer Ratings). Diese kann unter bestimmten Bedingungen angepasst werden. So ändern sich Ausgangsbasis und mögliche Notch-Anpassungen in Abhängigkeit von Rechtsrahmen und systemischer Relevanz von Programm und RE. Dabei sind drei Regime zu unterscheiden: i) Europäische Programme, für deren RE die Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) Anwendung findet, ii) Programme, für deren RE nach Auffassung von DBRS ein dem BRRD äquivalentes Abwicklungsregime Anwendung findet und iii) Programme, für deren RE weder das eine noch das andere Anwendung findet. Für den Fall i) werden RE, die über ein zugewiesenes COR verfügen, bewertet. Das COR bezieht sich auf das Ausfallrisiko für Verpflichtungen, für die es wahrscheinlicher ist, dass sie vom Bail-in ausgenommen werden und im Abwicklungsfall in der Bank verbleiben. Sofern DBRS hier Covered Bonds entweder als für den Heimatmarkt von hoher Relevanz oder für den Emittenten von hoher strategischer Bedeutung ansieht, wird der CBAP dem COR gleichgesetzt. Sonst entspricht der CBAP dem COR abzüglich eines Notches, wobei das RE-LTSDR die Untergrenze des CBAP markiert.

Bezug zur Bedeutung der Covered Bonds für den Heimatmarkt

Sofern für einen Emittenten kein COR vorliegt und Covered Bonds für den Heimatmarkt als systemisch bzw. strukturell bedeutsam angesehen werden, wird das CBAP auf bis zu einen Notch oberhalb des RE-LTSDR festgelegt. Sonst entspricht der CBAP dem RE-LTSDR. Für ii) wird zwischen RE unterschieden, die systemrelevant sind, und denjenigen, auf die dies nicht zutrifft. Für erstere setzt DBRS den CBAP mit dem RE-LTSDR unter Berücksichtigung eines möglichen Uplifts um bis zu zwei Notches gleich, sofern Covered Bonds als wichtig für den Heimatmarkt gelten oder das Programm strategisch für die RE ist. Sonst gleicht der CBAP dem RE-LTSDR, zuzüglich eines möglichen Uplifts um max. einen Notch.

Keine systemische Relevanz, aber hohe Bedeutung für den Heimatmarkt

Bei nicht gegebener Systemrelevanz der RE, aber hoher Bedeutung von Covered Bonds für den Heimatmarkt, kann sich für den CBAP ebenfalls eine Einstufung von RE-LTSDR plus bis zu einem Notch ergeben. Sonst wird der CBAP mit dem RE-LTSDR gleichgesetzt. Im Fall iii) wird schließlich für RE, die nicht unter die BRRD oder ein äquivalentes Regime fallen, der CBAP mit dem RE-LTSDR gleichgesetzt.

Baustein zwei und drei: Rechtliches Umfeld und Deckungsstockqualität

Baustein zwei zielt auf die Klassifizierung des für den Covered Bond relevanten Legal and Structuring Frameworks (LSF) ab. Die Bewertung begrenzt dabei die Zahl der möglichen Uplifts ausgehend vom CBAP und bezieht sich auf i) die Robustheit der Abgrenzung des Deckungsstocks, ii) den Zugang zu den Cashflows des Cover Pools auf präferierter und zeitnaher Basis, die Notwendigkeit und Möglichkeit den Cover Pool zu liquidieren inklusive der Wahrscheinlichkeit systemischer Unterstützung sowie iii) die Notfallpläne einschließlich der möglichen Beteiligung von Regulierungsbehörde bzw. Zentralbank, um die Übertragung des Deckungsstocks zu erleichtern und Unterstützung der Regulatoren für den Covered Bond-Markt. Als Ergebnis wird das LSF-Assessment spezifiziert, das die Ausprägungen Very Strong, Strong, Adequate, Average und Modest einnehmen kann. Bei Covered Bond-Programmen aus der EU berücksichtigt DBRS im Rahmen des LSF-Assessments zudem das Rating der EU. Dieses fließt als zusätzlicher Faktor in die Beurteilung des rechtlichen und strukturellen Umfelds ein, stellt jedoch keinen eigenständigen Rating-Uplift dar. Aus dem CBAP, dem LSF-Assessment sowie der Analyse der programmspezifischen Strukturmerkmale leitet DBRS die LSF-Implied Likelihood (LSF-L) ab. Sie bildet die Wahrscheinlichkeit der vollständigen und termingerechten Rückzahlung von Covered Bonds gemäß ihren Emissionsbedingungen, ohne Berücksichtigung eines potenziellen zusätzlichen Rating-Uplifts aus Recovery-Prognosen ab. Der dritte Baustein, das Cover Pool Credit Assessment, geht der Frage nach, ob der Deckungsstock die fristgerechte Zahlung von Zins und Tilgung leisten kann. Bei Deckungsstöcken mit Public Sector-Exposures berücksichtigt DBRS insbesondere mögliche Abhängigkeiten zwischen den öffentlichen Schuldnern und der jeweiligen Jurisdiktion. Als Public-Sector-Exposures können dabei auch Forderungen gelten, die durch staatlich gedeckte Exportkreditagenturen garantiert werden. Ein vollständiges Cover Pool Credit Assessment ist nicht in allen Konstellationen erforderlich. DBRS kann Covered Bonds auch dann raten, wenn der Deckungsstock Assetarten enthält, für die keine spezifische DBRS-Methodik vorliegt, sofern das Covered Bond-Rating auf den CBAP begrenzt bleibt. Gleiches gilt, wenn die LSF-L dem CBAP entspricht und ein zusätzlicher Uplift aufgrund der erwarteten Recovery-Aussichten nicht erreicht werden kann. In diesen Fällen entspricht das Covered Bond-Rating grundsätzlich dem CBAP. Darüber hinaus wird Baustein drei als das Rating-Stress-Szenario betrachtet, dem die Struktur angesichts der von DBRS zugestandenen vorhandenen Übersicherung (OC) standhalten kann.

Zusammenführung von CBAP, LSF und Cover Pool Credit Assessment

Die LSF-L ergibt sich als Wahrscheinlichkeit dafür, dass Investoren gemäß den Anleihebedingungen bedient werden. Die Wahrscheinlichkeit für das Eintreten des Ausfallereignisses für einen Covered Bond ist integraler Bestandteil der Risikobewertung von DBRS. Die Dual-Recourse-Struktur reduziert das Ausfallrisiko der Covered Bonds, da Investoren sowohl einen Anspruch gegenüber der Reference Entity als auch einen bevorrechtigten Zugriff auf den Cover Pool besitzen. Für die Ableitung der Covered Bond-Kreditqualität verknüpft DBRS daher die Kreditqualität der RE mit der Fähigkeit des Cover Pools, die vertraglich geschuldeten Zahlungen fristgerecht zu leisten. DBRS berücksichtigt dabei eine positive Abhängigkeit zwischen der Kreditqualität der RE und jener des Cover Pools. Neben dieser Abhängigkeit fließen der CBAP, das Cover Pool Credit Assessment sowie das LSF-Assessment in die Bestimmung der LSF-L ein.

Ausfallwahrscheinlichkeit von RE und Cover Pool

So wird die Ausfallwahrscheinlichkeit der RE durch den CBAP beschrieben, während die Ausfallwahrscheinlichkeit des Cover Pools auf das Cover Pool Credit Assessment zurückzuführen ist. Das LSF-Assessment geht über den Parameter α ebenfalls in die Berechnung mit ein, wobei hier den fünf möglichen Ausprägungen Werte zugeordnet werden, die für die Wahrscheinlichkeit stehen, dass die Investoren nicht den vollen Nutzen aus dem Deckungsstock ziehen können oder dass die Erlöse nicht ausreichend schnell fließen, um einen Ausfall des Bonds zu vermeiden.

Baustein vier: Erwartung über eine Werterholung durch die Qualität des Cover Pools

Im vierten Baustein kann DBRS gegenüber der LSF-L einen Rating-Uplift von bis zu zwei Notches gewähren, sofern die Analyse des Deckungsstocks auf hohe Recovery-Aussichten im Fall eines Covered Bond-Ausfalls schließen lässt. Hierzu modelliert die Agentur die nach einer Zahlungseinstellung der Reference Entity erwarteten Cashflows sowie die potenziellen Erlöse aus der Verwertung der Cover Assets. Bei der Ermittlung der Verwertungserlöse verwendet DBRS Market Value Spreads, deren wesentlicher Referenzpunkt historische Sekundärmarktspreeds von Covered Bonds sind. Zusätzlich wird eine gesonderte Zinskurve zur Berechnung des Barwerts der prognostizierten Asset-Cashflows herangezogen. Die daraus abgeleiteten Recovery-Aussichten bestimmen, ob und in welchem Umfang ein Uplift gegenüber der LSF-L gerechtfertigt ist. In einem Ausfallszenario der Reference Entity kann DBRS darüber hinaus unterstellen, dass die Refinanzierung über Covered Bonds fortgeführt wird, solange die RE als Going Concern fortbesteht. Diese Annahme kann die modellierten Refinanzierungskosten und damit die für das jeweilige Rating erforderliche Überdeckung beeinflussen.

Bedeutung der Überdeckung für die Ratinganalyse

Die von DBRS berücksichtigte Überdeckung ist damit nicht nur für das Cover Pool Credit Assessment, sondern auch für die Recovery-Analyse von Bedeutung, die auf einer Wind-down-Cashflow-Simulation zur Bestimmung von Refinanzierungskosten und erwarteten Kapitalrückflüssen an Covered Bond-Investoren unter ratingkonsistenten Stressszenarien basiert.

DBRS-Methodologie Covered Bonds: Vier Bausteine in der Übersicht

Building block	Major components
I. Covered bond attachment point (CBAP)	- Designates the credit strength of the RE - European CB programmes where RE is subject to the BRRD: - With critical obligations rating (COR); CBAP = [COR] or max([COR -1];[RE-LTSDR]) - Without COR: LT senior debt rating RE; CBAP = [RE-LTSDR+1] or [RE-LTSDR] - CB programmes where the RE is subject to “BRRD-equivalent” regime: - RE systemically important: CBAP = [RE-LTSDR+ up to 2] or [RE-LTSDR+ up to 1] - RE not systemically important: CBAP = [RE-LTSDR+ up to 1] or [RE-LTSDR] - CB programmes where the RE is neither subject to the BRRD nor subject to “BRRD-equivalent” regime: CBAP = [RE-LTSDR] - Canadian REs: CBAP = LT senior debt rating
II. Legal and structuring framework (LSF) and LSF-L	- Likelihood that payment obligations could be smoothly and efficiently transferred - Review of dedicated covered bond legislation - Prerequisite: covered bonds do not automatically default - Ability and willingness of the regulator to support - Likelihood that CB holders will be repaid according to the terms (LSF-L) - Analysis of the terms of each CB programme and the structuring features - For EU covered bond programmes, consideration of the credit rating on the European Union in the LSF assessment
III. Cover Pool Credit Assessment	- Estimation of PD and LGD, analysis of stressed asset cash flows - Accounts for timing of RE discontinuing its payments - Cover pools with public sector exposures may deserve a different type of analysis (high correlation between the PSEs and the sovereign in which the cover assets are concentrated). Public-sector exposures may include loans guaranteed by sovereign-backed export credit agencies - Where applicable, downscaling of OC by reference to the minimum observed OC during the past 12m - Covered bonds with additional asset types may be rated at the CBAP even if no specific methodology is available for those assets
IV. Recovery Prospects	- DBRS may give up to two notches uplift from the LSF-L - Wind-down cash flow simulation to assess stressed funding costs - Assessment of principal payments received by covered bondholders relative to nominal bond amounts - Present-value calculation of forecast asset inflows using the relevant DBRS interest-rate curve - Potential continuation of covered bond funding where the RE remains a going concern - Up to two notches of uplift from the LSF-L for high recovery prospects

Quelle: DBRS, NORD/LB Floor Research

SSA/Public Issuers

Der spanische Agency-Markt im Überblick

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIIA // Lukas-Finn Frese // Tobias Cordes, CIIA

Zwei große Emittenten prägen den spanischen Agency-Markt

Mit insgesamt 113 Anleihen und einem ausstehenden Volumen von umgerechnet rund EUR 26 Mrd. ist der spanische Agency-Markt im europäischen Vergleich zwar verhältnismäßig klein, zeichnet sich mit seinen vier Emittenten jedoch durch eine vergleichsweise hohe Heterogenität aus: Neben der Förderbank Instituto de Crédito Oficial (ICO) befinden sich noch das Verbriefungsvehikel FADE, der Schienennetzbetreiber ADIF-AV sowie die Institution zur Verwaltung der Erdölreserven CORES in der spanischen Jurisdiktion. Der bezogen auf das ausstehende Volumen und die Primärmarktaktivitäten bedeutsamste Emittent unter den spanischen Agencies ist das ICO, welches als nationale Förderbank und Instrument für die spanische Wirtschafts- und Finanzpolitik fungiert. Dessen Bedeutung nahm insbesondere während der spanischen Bankenkrise zu, da aufgrund der Rekapitalisierung und Restrukturierung vieler Kreditinstitute die Darlehensvergabe zum Teil deutlich zurückgefahren wurde. Auch infolge des einst temporär erschwerten Marktzugangs spanischer Regionen erhöhte sich der Einfluss der Förderbank. In den letzten Jahren erfuhr die strategische Relevanz des ICO eine zusätzliche Aufwertung, da das Institut eine zentrale Rolle bei der Finanzierung von Projekten im Rahmen von NextGenerationEU und des spanischen Wiederaufbau- und Resilienzplans einnimmt. Ein weiterer Emittent am spanischen Agency-Markt ist der Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE), welcher 2010 gegründet wurde, um Forderungen spanischer Elektrizitätsversorger gegenüber dem Staat zu verbrieften. Aufgrund regulatorischer Rahmenbedingungen entstanden Ertragsausfälle, welche durch den Staat auszugleichen waren. Der FADE zielt dabei auf einen schnelleren Defizitausgleich der Versorger ab. Deren Forderungsverkäufe an FADE bewirkten zum Teil Emissionen im Benchmarkformat, was die jährliche Anzahl an EUR-Benchmarkanleihen am spanischen Agency-Markt vorübergehend deutlich erhöhte. Die nach der Bilanzsumme größte spanische Agency ist die 2013 gegründete ADIF Alta Velocidad (ADIF-AV). Sie betreibt das spanische Hochgeschwindigkeitsschienennetz und finanziert sich seit 2014 u.a. über den Kapitalmarkt. Die vierte Agency ist die Corporación de Reservas Estratégicas de Productos Petrolíferos (CORES), welcher als Erdölbevorratungsstelle die Verwaltung der strategischen Erdölreserven obliegt. Im Vergleich zu anderen Staaten ist im Fall Spaniens stets auch auf das Rating zu achten, auch wenn sich die Bonitätsbeurteilung in der jüngeren Vergangenheit deutlich verbessert hat. Nichtsdestoweniger fällt dieses niedriger aus als bei anderen Emittenten z.B. aus den Niederlanden oder Österreich.

Spanische Agencies im Überblick

Institut	Typ	Eigentümer	Garantie	Risikogewicht
Instituto de Crédito Oficial (ICO)	Förderbank	100% Spanien	Explizite Garantie & EPE-Status	0%
Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE)	Verbriefungsvehikel	-	Explizite Garantie	0%
ADIF Alta Velocidad (ADIF-AV)	Schienennetzbetreiber	100% Spanien	EPE-Status	0%
Corporación de Reservas Estratégicas de Productos Petrolíferos (CORES)	Verwalter der Erdölreserven	-	-	0%

Quelle: Emittenten, NORD/LB Floor Research

ICO und FADE profitieren von expliziten Garantien – daraus folgt Risikogewicht i.H.v. 0%

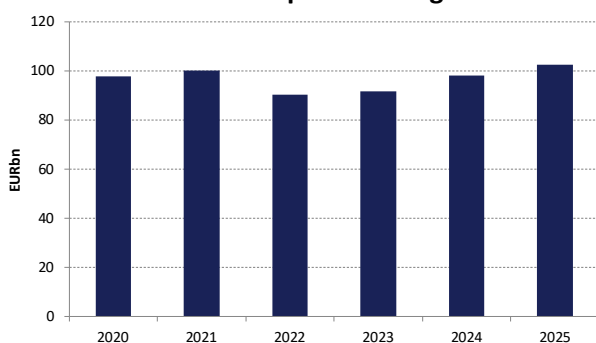
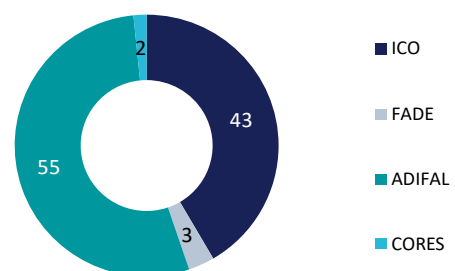
Sowohl ICO als auch FADE weisen explizite Garantien des spanischen Staates auf. Daher ist u.E. ein Risikogewicht von 0% nach dem Standardansatz von [CRR](#)/Basel III möglich.

(Grundsätzlich) Implizite Haftung durch den Status als EPE

Als Sonderform eines Haftungsmechanismus besteht in Spanien der Rechtsstatus Entidad Pública Empresarial (EPE; Körperschaft des öffentlichen Rechts). ICO und ADIF-AV firmieren in dieser Rechtsform, die eine starke Abhängigkeit von der Zentralverwaltung des Staates impliziert. EPE sind vom Insolvenzrecht ausgenommen und werden stattdessen im Rahmen des öffentlich-rechtlich geregelten Auflösungs- und Liquidationsverfahrens abgewickelt. Erfolgt eine Liquidation, sind sämtliche Aktiva und Verbindlichkeiten gemäß Art. 97 ([Gesetz 40/2015](#)) auf den Staat oder eine andere Institution mit ähnlichem Rechtsstatus zu übertragen. Dadurch besteht u.E. für die ADIF-AV eine implizite Haftung, die jedoch schwächer ist als vergleichbare Sicherungsmechanismen wie z.B. der französische EP-Status oder die deutsche Gewährträgerhaftung. Im Fall von ICO ist hingegen in den Statuten zusätzlich zum EPE-Status eine direkte Haftung des spanischen Staates festgelegt (s. oben).

Sonderfälle: ADIF-AV und CORES

Einen Sonderfall stellt die ADIF-AV dar: Für diese gilt ein Risikogewicht von 0% auch ohne Bestehen eines entsprechenden Haftungsmechanismus. Hieraus folgend qualifizieren sich Titel der ADIF-AV auch als Level 1-Aktiva im Rahmen der [LCR](#). Zudem leitet die ADIF-AV aus ihrem Status als „government-related issuer“ eine implizite Garantie der spanischen Regierung ab. Ähnliches gilt für die CORES: Zwar besteht kein rechtlicher Garantie- oder Haftungsmechanismus, allerdings wird sie auf der [EBA-Liste](#) geführt, sodass Forderungen ggü. der CORES nach Art. 116(4) CRR wie jene ggü. dem Staat behandelt werden. Daraus resultiert u.E. ein Risikogewicht von 0% sowie eine Einstufung als Level 1-Aktiva gemäß LCR.

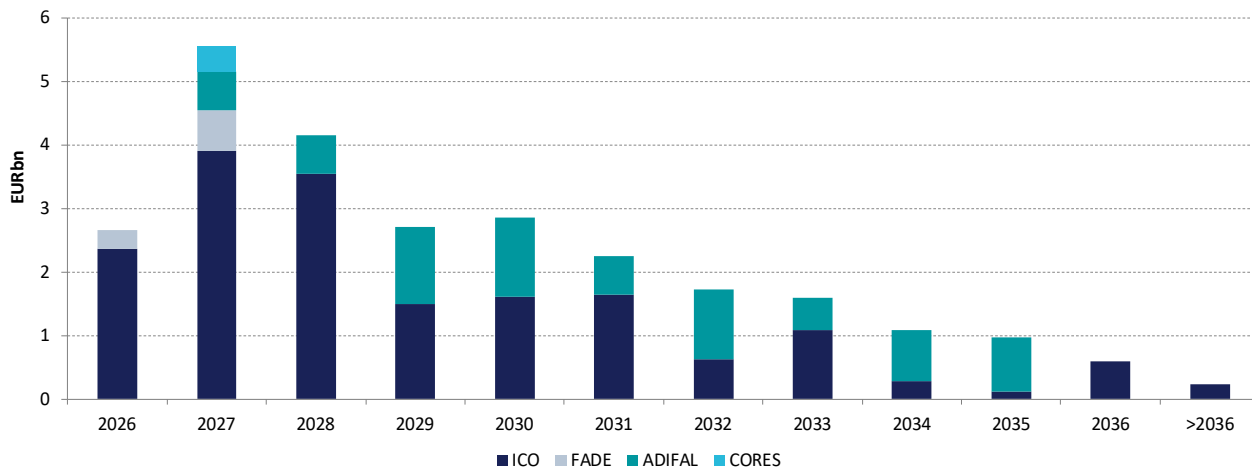
Kumulierte Bilanzsumme spanischer Agencies**Bilanzsummen im Vergleich (EUR Mrd.)**

Quelle: Emittenten, NORD/LB Floor Research

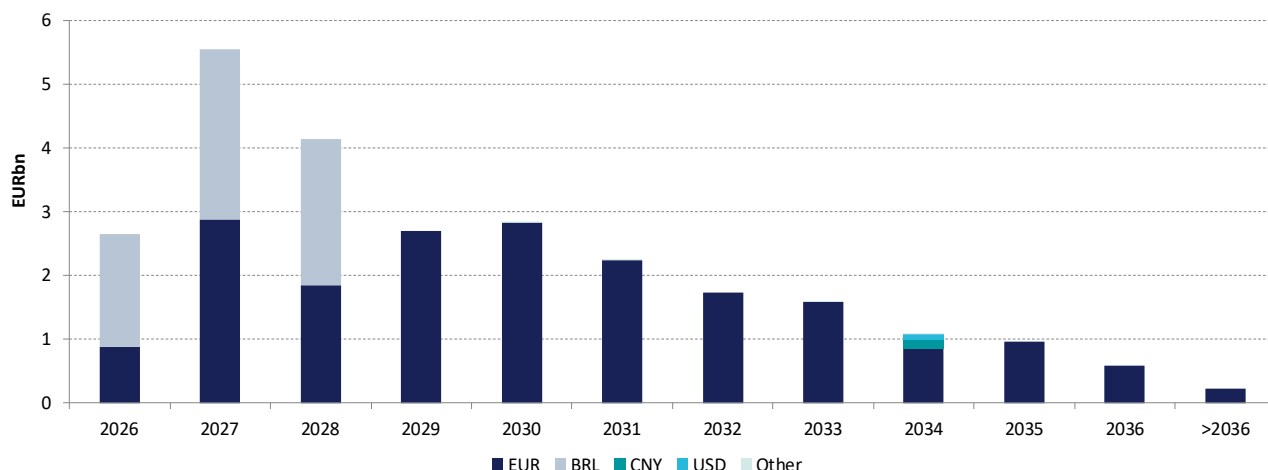
Deutlicher Anstieg der kumulierten Bilanzsumme in 2025

Nachdem wir bereits im Geschäftsjahr 2024 von einem Anstieg der kumulierten Bilanzsumme berichten konnten, lässt sich für 2025 erneut ein spürbarer, wenn auch geringerer, Zuwachs von EUR +4,6 Mrd. konstatieren (+4,7% Y/Y). Dabei verzeichnete das ICO mit EUR +4,8 Mrd. (+12,8% Y/Y) erneut das größte Bilanzsummenwachstum, gefolgt von der ADIF-AV mit EUR +1,7 Mrd. (+3,2% Y/Y). Die Bilanzsumme der CORES lag mit EUR 1,6 Mrd. nahezu unverändert auf Vorjahresniveau. Einen deutlichen Rückgang verzeichnete hingegen FADE, dessen Bilanzsumme 2025 um EUR -1,9 Mrd. (-36,8% Y/Y) auf EUR 3,3 Mrd. schrumpfte. Die Entwicklung der kumulierten Bilanzsumme zeigt indes seit 2022 einen erkennbaren Aufwärtstrend und betrug im Jahr 2025 EUR 102,6 Mrd. Maßgeblich beeinflusst wird diese Entwicklung durch die ADIF-AV, welche ihre Aktiva in den vergangenen Jahren stetig ausweiten konnte und zur größten der betrachteten spanischen Agencies aufstieg.

Ausstehende Anleihen nach Emittenten



Ausstehende Anleihen nach Währungen



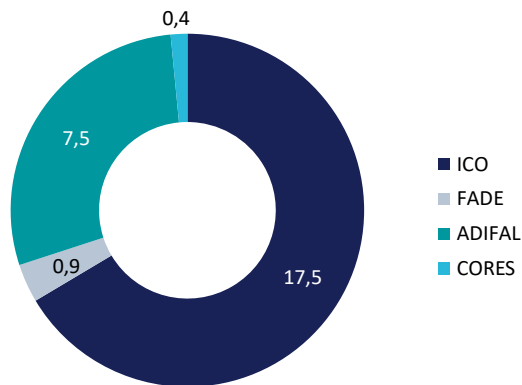
Anm.: Fremdwährungen in Euro konvertiert zu Kursen vom 06. Oktober 2026.

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

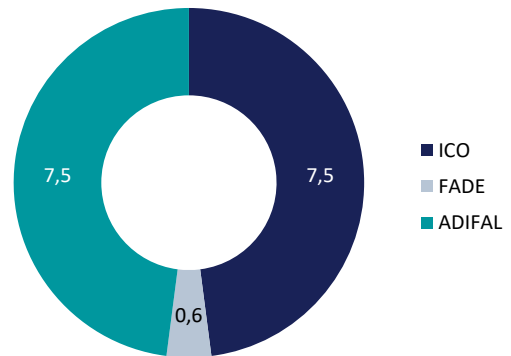
Spanische Agencies größtenteils kurzfristig refinanziert

Der spanische Agency-Markt weist insbesondere im kurzen Laufzeitspektrum eine gewisse Auswahl von EUR-Titeln als auch von in BRL-denominierten Anleihen auf. Etwa 21% des insgesamt ausstehenden Volumens wird allein im Jahr 2027 fällig, kumuliert bis zum Jahr 2031 knapp 77%. Während FADE sowie CORES keine Fälligkeiten nach 2027 aufweisen und ADIFAL keine nach 2035, hat ICO im gesamten Laufzeitspektrum Anleihen ausstehend. Hinsichtlich des Fremdwährungsangebotes ist die Auswahl durchaus nennenswert: Rund 27% des insgesamt ausstehenden Volumens der spanischen Agencies ist nicht in EUR-denominiert und verteilt sich dabei nicht nur auf lediglich vier unterschiedliche Fremdwährungen (BRL, USD, CNY und TRY), sondern auch auf nur einen Emittenten. Ausschließlich das Förderinstitut ICO hat Anleihen in Fremdwährungen (51 Bonds) ausstehend. FADE und ADIF-AV refinanzierten sich demgegenüber ausschließlich über die europäische Gemeinschaftswährung. Insgesamt liegen über alle betrachteten Agencies hinweg 26 in EUR-denominierte Benchmarkanleihen vor. Das größte BMK-Volumen entfällt dabei auf den Schienennetzbetreiber ADIF-AV sowie das ICO mit jeweils EUR 7,5 Mrd., gefolgt vom FADE mit überschaubaren EUR 0,6 Mrd. Lediglich die CORES hat zum aktuellen Zeitpunkt keine ausstehenden Fälligkeiten im EUR-Benchmarkformat. Im November 2027 wird die einzige noch ausstehende Anleihe der CORES im Umfang von EUR 400 Mio. fällig.

Ausstehende äquivalente Anleihevolumina (EUR Mrd.)



Ausstehende EUR-Benchmarks (EUR Mrd.)



Anm.: Benchmarks werden hier als Anleihen mit einem Mindestvolumen von EUR 0,5 Mrd. definiert.

Fremdwährungen in Euro konvertiert zu Kursen vom 06. Oktober 2026.

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Spanische Agencies im Überblick (in EUR Mrd. bzw. EUR-Äquivalent)

Name	Ticker	Rating (Fitch/Moody's/S&P)	Ausst. Volumen	Davon EUR-Volumen	Fundingziel 2026	Fälligkeiten 2026	Net Supply 2026	Anzahl ESG-Anleihen	ESG- Volumen
ICO	ICO	A / A3 / A+	17,5	10,5	7,5	5,6	1,9	11	5,5
FADE	FADE	- / - / -	0,9	0,9	0,0	0,9	-0,9	0	0,0
ADIF-AV	ADIFAL	A / Baa1 / -	7,5	7,5	0,0	0,6	-0,6	7	3,9
CORES	CORES	A / - / A+	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0	0,0
Summe			26,3	19,3	7,5	7,1	0,4	18	9,4

Anm.: Fitch, Moody's und S&P setzen die Ratings von Anleihen des FADE mit der Bonitätsstufe Spaniens gleich, ein Emittentenrating erfolgt nicht.

Fremdwährungen in Euro konvertiert zu Kursen 06. Oktober 2026.

Aufgrund des individuellen Fundingmix des Emittenten können die Werte für das „Fundingziel“ und besonders des „Net Supply“ von der Realität abweichen.

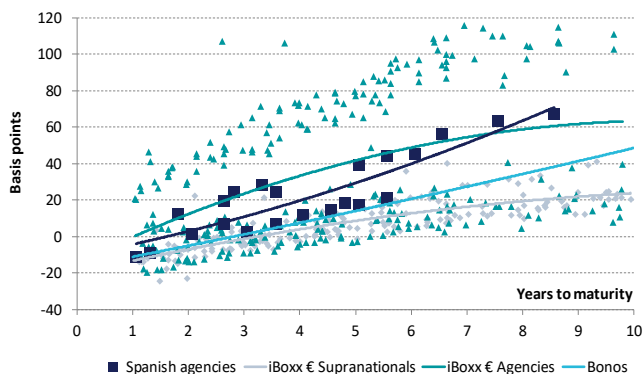
Quelle: Bloomberg, Emittenten, NORD/LB Floor Research

Kommentar

Trotz des seit einigen Jahren rückläufigen Neuangebots gehört der spanische Agency-Markt noch immer zu den aktiven, jedoch kleineren SSA-Segmenten in Europa. Wir gehen davon aus, dass sich das Neuangebot in den kommenden Jahren auf niedrigeren Niveaus stabilisieren wird, wobei der Großteil des Refinanzierungsbedarfs weiterhin auf das ICO entfallen dürfte. Dementsprechend hat das Förderinstitut für 2026 mit EUR 7,5 Mrd. auch das höchste Fundingziel unter den spanischen Agencies angegeben, welches damit deutlich oberhalb des Vorjahresniveaus (2025: EUR 5,0 Mrd.) liegt. Dabei wird ein nicht zu vernachlässigender Teil des Refinanzierungsbedarfs über die Emission von ESG-Bonds in den Subkategorien [Green](#) und [Social](#) gedeckt, wie beispielsweise zuletzt Ende September (vgl. [Wochenpublikation vom 30. September](#)). Neben dem Förderinstitut ist auch die ADIF-AV als regelmäßiger Emittent im EUR-ESG-Segment aktiv. Dabei wurden bisweilen ausschließlich Anleihen mit einem grünen Label am Markt platziert. In diesem Jahr war der Schienennetzbetreiber bisher allerdings noch nicht am Primärmarkt aktiv – somit wurde der letzte Green Bond im Juni 2025 begeben (vgl. [Wochenpublikation vom 02. Juli](#)). Die FADE könnte weiterhin bestehende Bonds durch Neuemissionen refinanzieren, sodass das Nettoangebot an Anleihen maximal Null beträgt. Bei der CORES rechnen wir auch in diesem Jahr tendenziell mit keinem Supply, würden angesichts der anhaltenden geopolitischen Unsicherheiten und eines möglicherweise zusätzlichen Finanzierungsbedarfs für eine Wiederauffüllung frei gegebener strategischer Ölreserven nicht vollends ausschließen, dass die Agency nach längerer Abwesenheit an den Kapitalmarkt zurückkehrt.

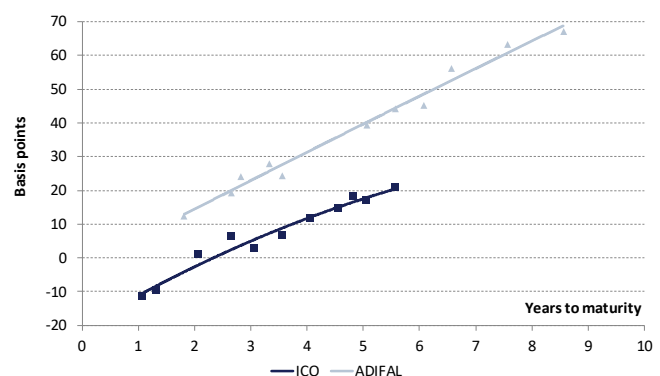
Spanien Spreads im Vergleich

Spanische Agencies vs. iBoxx € Indizes & Bonos



Restlaufzeit ≥ 1 Jahr und ≤ 10 Jahre; ausstehendes Volumen mind. EUR 0,5 Mrd.
Quelle: Bloomberg, Markit, NORD/LB Floor Research

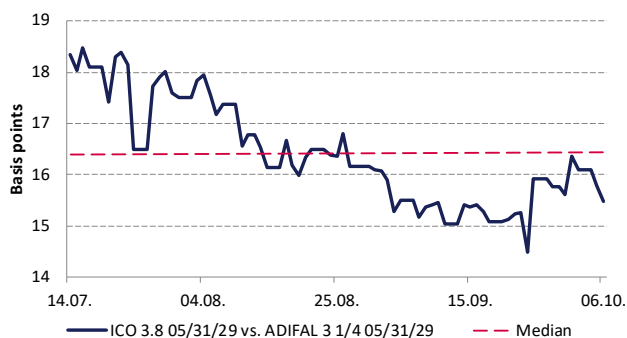
Spanische Agencies im Vergleich



Spreadanalyse

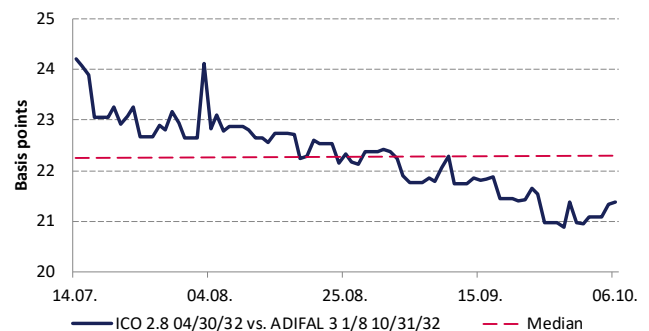
Im Vergleich zu Emittenten aus dem iBoxx € Agencies handeln die Anleihen spanischer Agencies insbesondere in kurz- sowie teilweise auch in mittelfristigen Laufzeiten enger, während diese erst ab einer Laufzeit von mehr als sieben Jahren einen Pick-up bieten. Gegenüber dem Supra-Segment – repräsentiert durch den iBoxx € Supranationals – notieren die spanischen Emittenten hingegen über die gesamte Laufzeitkurve betrachtet weiter. Innerhalb des Segments der spanischen Agencies handeln die Anleihen des ICO vor dem Hintergrund der expliziten Garantie und der höheren Liquidität enger als jene der ADIFAL. Dabei liegt der Spreadaufschlag der ADIFAL gegenüber dem ICO aktuell im dreijährigen Laufzeitsegment bei etwa +15bp, wohingegen dieser im Laufzeitsegment von sechs Jahren bei rund +21bp notiert. Im Zeitverlauf ist erkennbar, dass sich der Spreadabstand seit Mitte Juli für beide der betrachteten Laufzeiten in etwa vergleichbarem Maße eingengt hat.

Spreadabstand ICO vs. ADIFAL (~3y)



Quelle: Bloomberg, Markit, NORD/LB Floor Research

Spreadabstand ICO vs. ADIFAL (~6y)

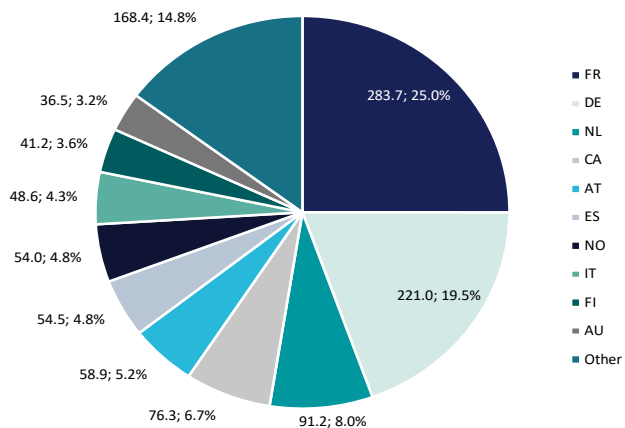


Fazit

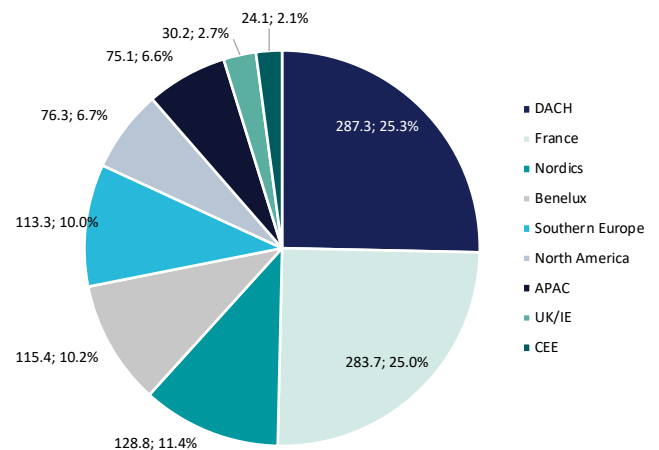
Mit einem ausstehenden Volumen von umgerechnet rund EUR 26 Mrd. ist der spanische Agency-Markt im europäischen Vergleich zwar verhältnismäßig klein, weist mit Blick auf die Charakteristika seiner vier Emittenten jedoch eine hohe Heterogenität auf. Das Primärmarktgeschehen dürfte dabei v.a. von dem ICO geprägt bleiben. Wir gehen davon aus, dass sich das Neuangebot in den kommenden Jahren auf niedrigeren Niveaus stabilisieren wird. Pick-up bieten die Anleihen spanischer Agencies v.a. in längeren Laufzeiten, wenngleich sich ein Großteil des ausstehenden Volumens auf das kurze bis mittlere Laufzeitspektrum konzentriert.

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



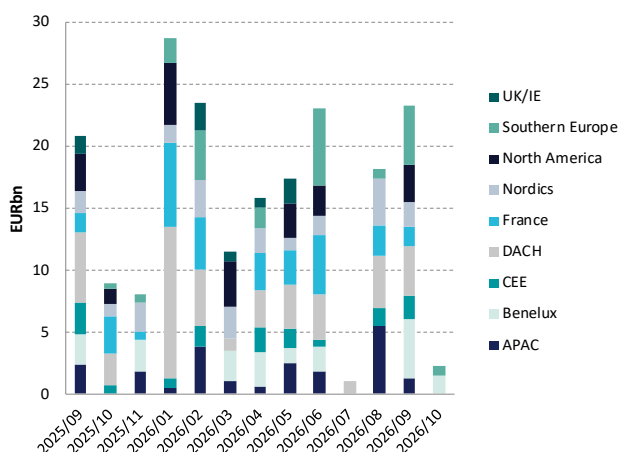
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



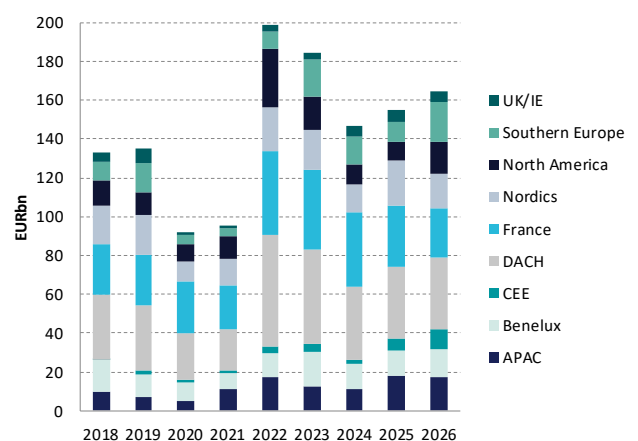
Top 10-Jurisdiktionen

Rank	Country	Amount outst. (EURbn)	No. of BMKs	There of ESG BMKs	Avg. issue size (EURbn)	Avg. initial maturity (in years)	Avg. mod. Duration (in years)	Avg. coupon (in %)
1	FR	283.7	280	42	0.96	9.0	4.1	1.89
2	DE	221.0	304	49	0.68	7.8	3.5	1.96
3	NL	91.2	91	5	0.95	9.9	4.9	1.83
4	CA	76.3	60	1	1.26	5.8	2.5	2.09
5	AT	58.9	97	5	0.60	8.2	3.5	1.78
6	ES	54.5	50	4	0.99	9.3	3.3	2.40
7	NO	54.0	65	15	0.83	6.9	3.2	1.78
8	IT	48.6	61	6	0.75	7.8	3.6	2.40
9	FI	41.2	51	4	0.80	6.6	2.8	2.13
10	AU	36.5	37	0	0.99	7.2	3.4	2.20

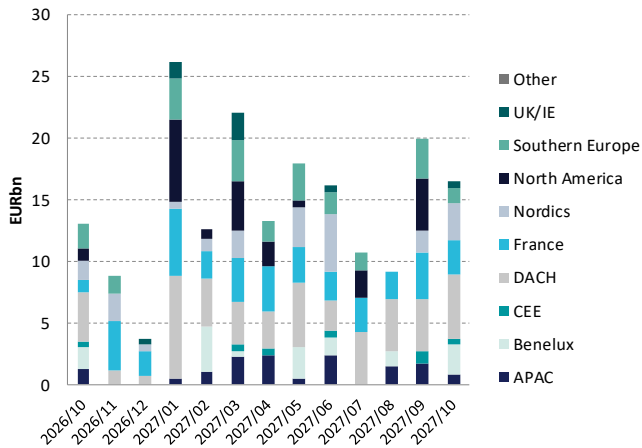
EUR-Benchmark-Emissionen je Monat



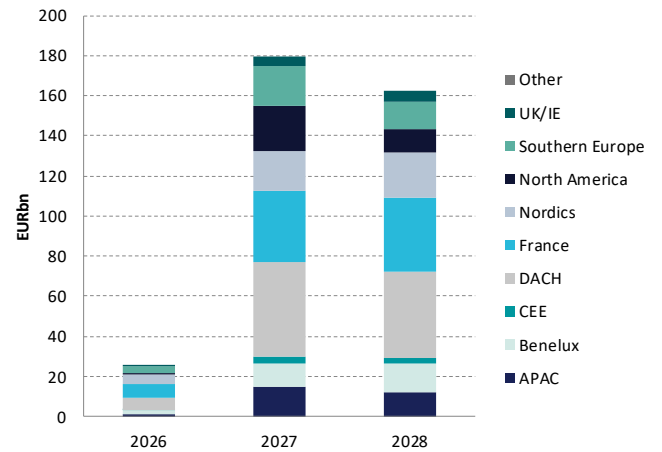
EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr



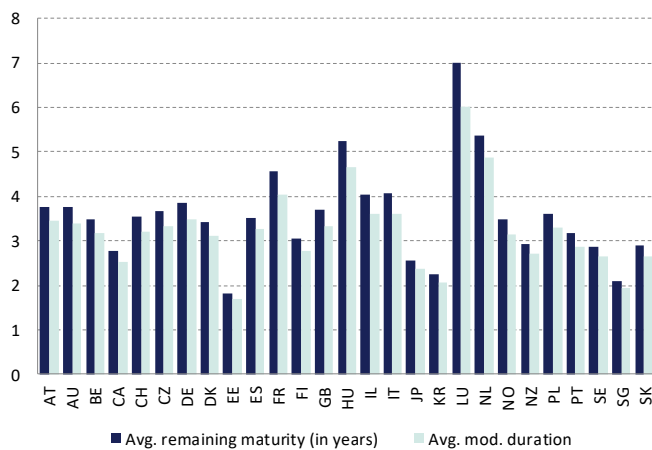
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



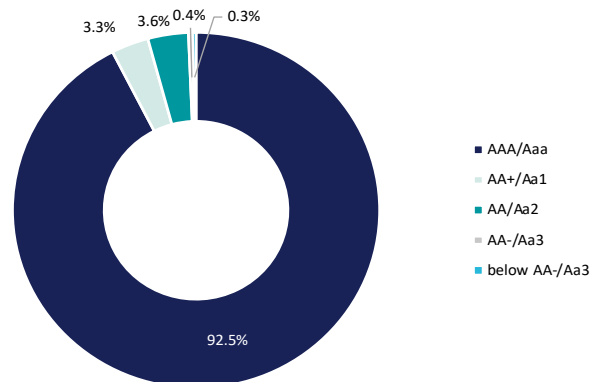
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



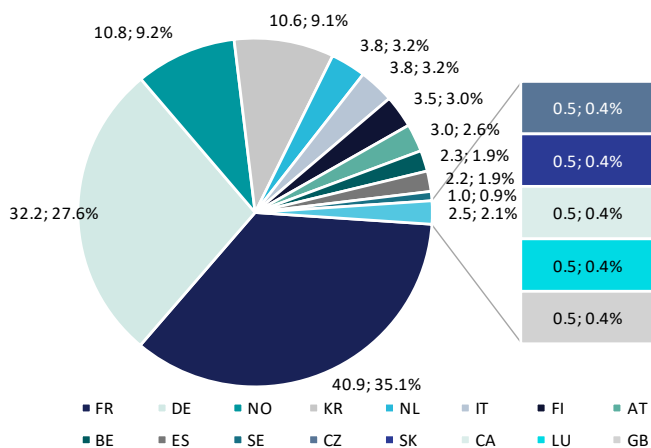
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



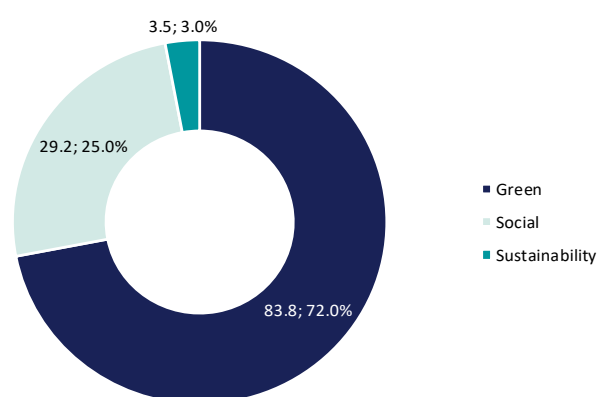
Ratingverteilung (volumengewichtet)



EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Land (in EURbn)

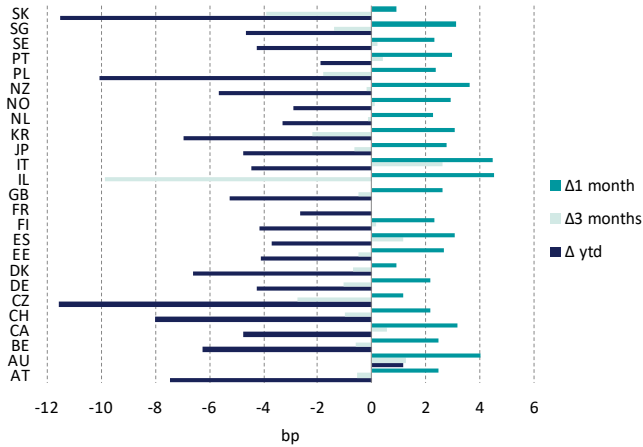


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

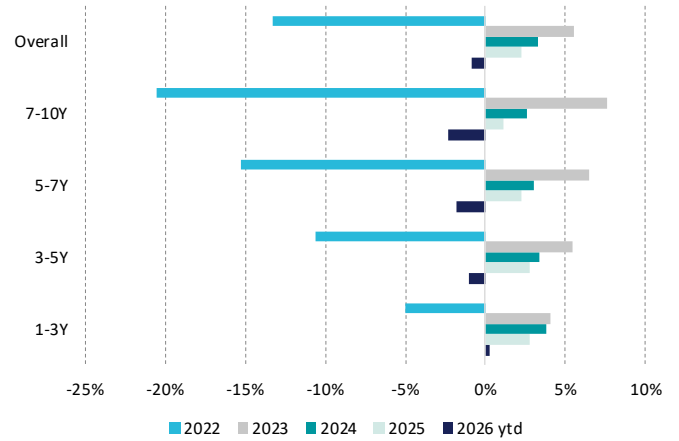


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

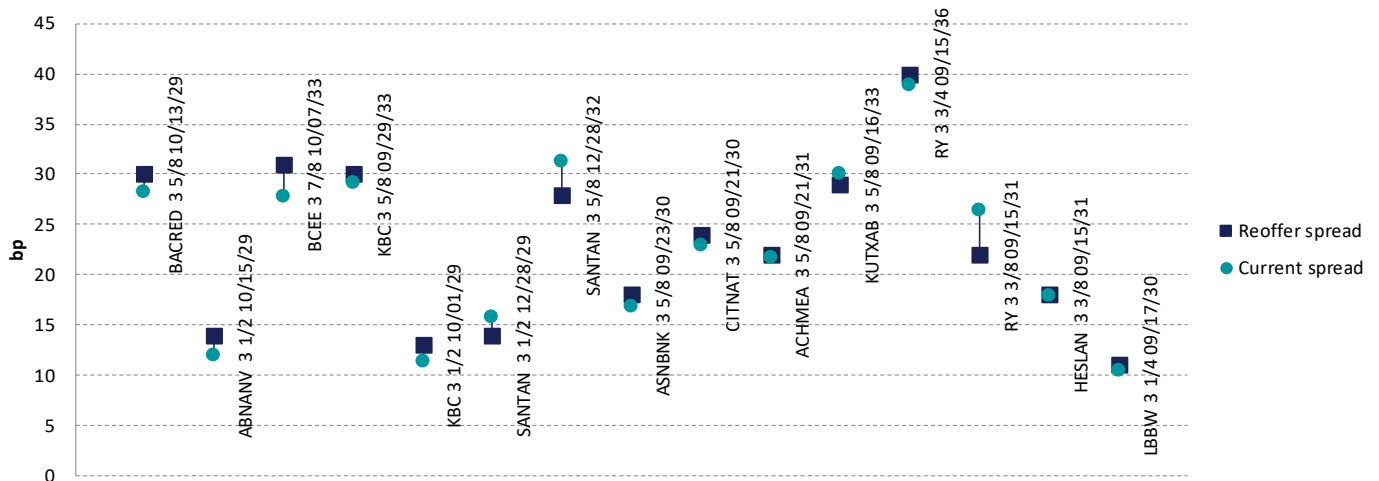
Spreadveränderung nach Land (EUR-Benchmarks)



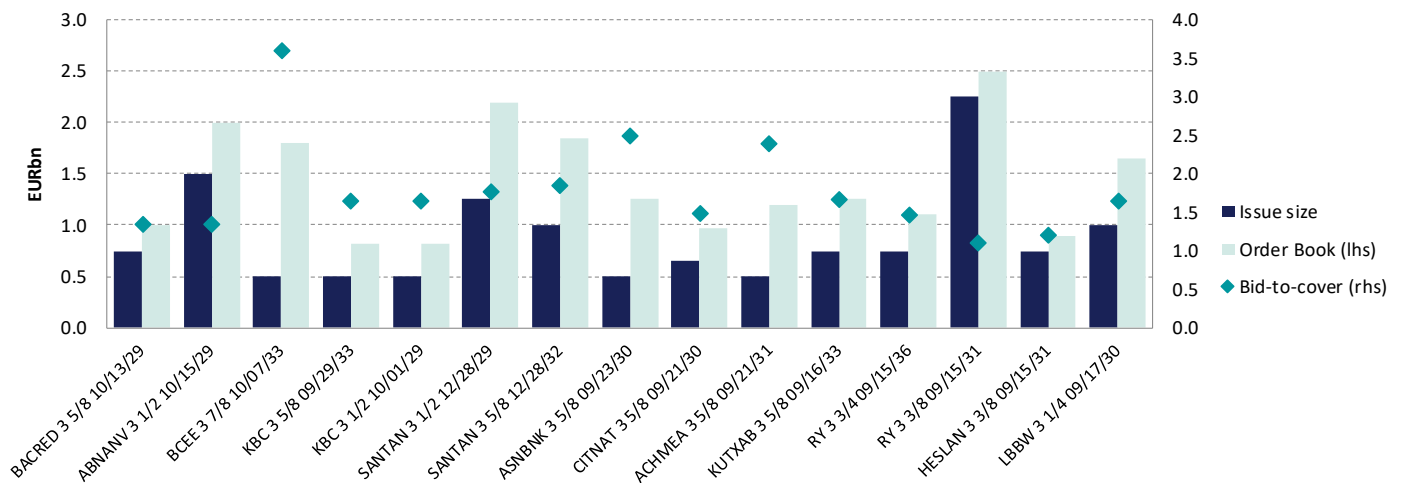
Performance EUR-Benchmarks (Total Return)

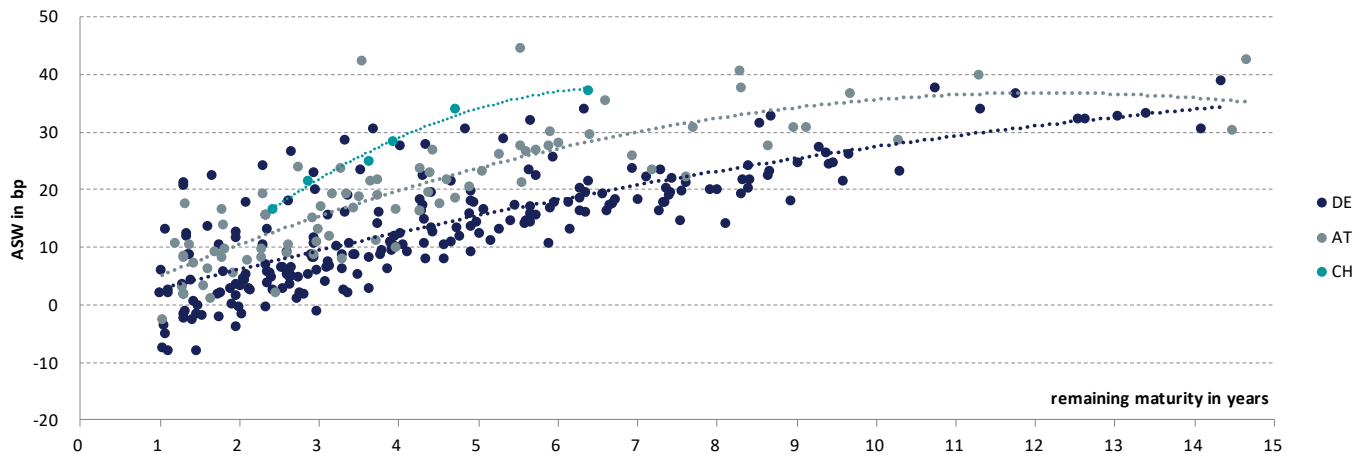
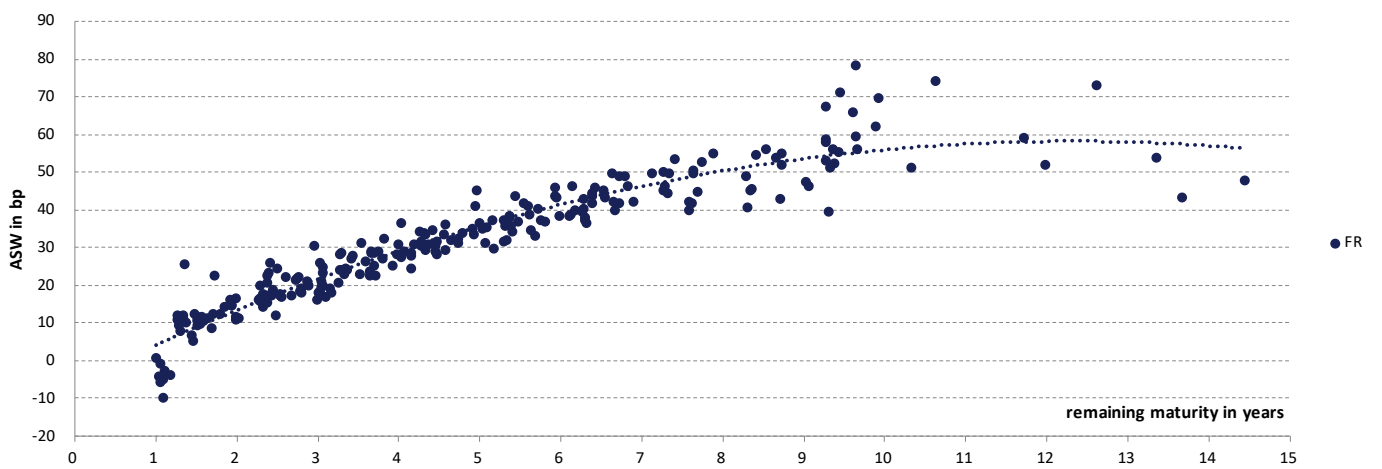
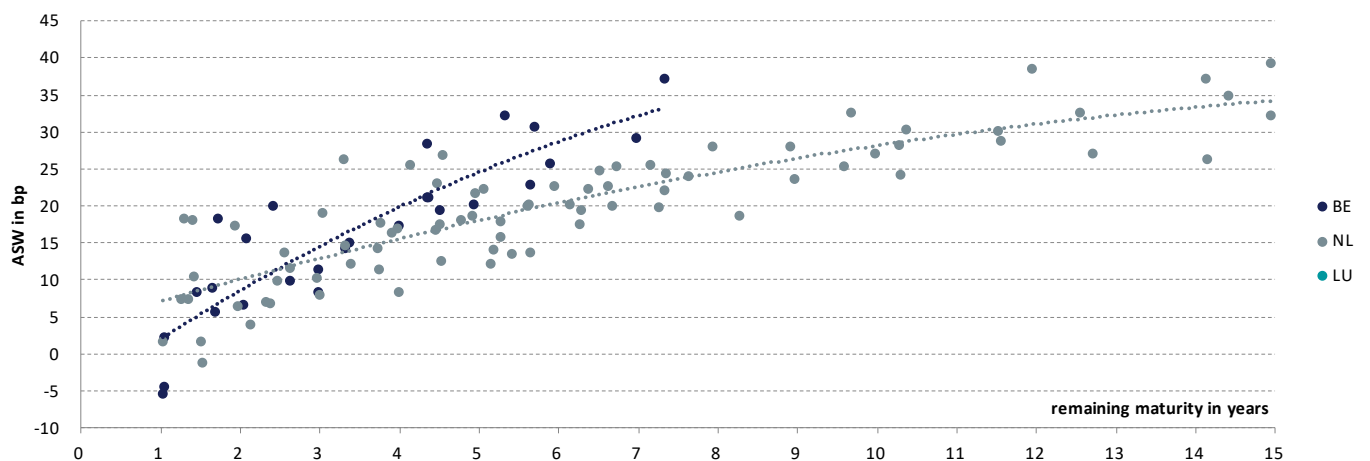


Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

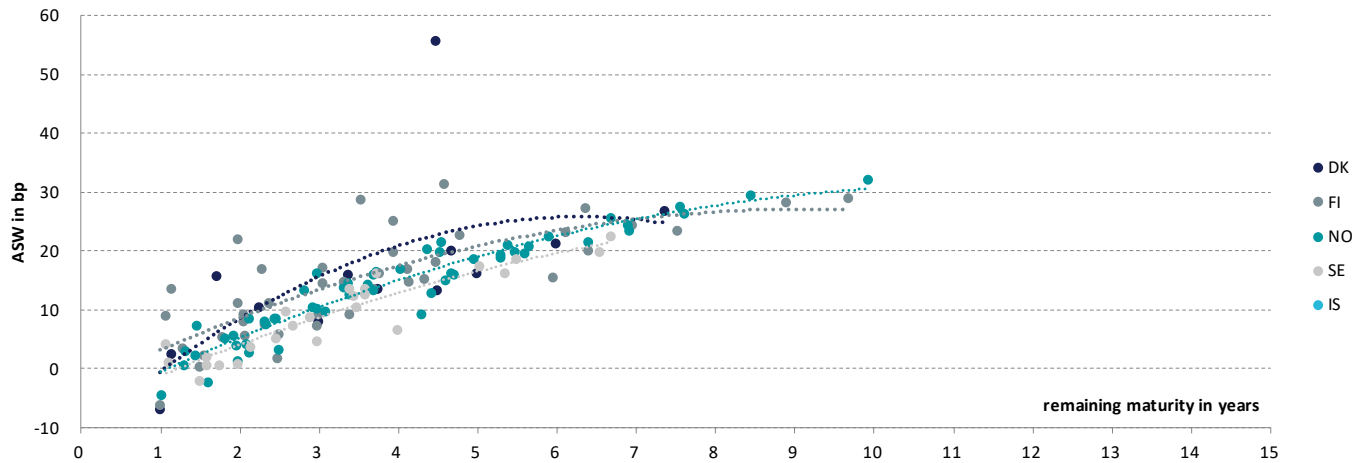


Orderbücher der letzten 15 Emissionen

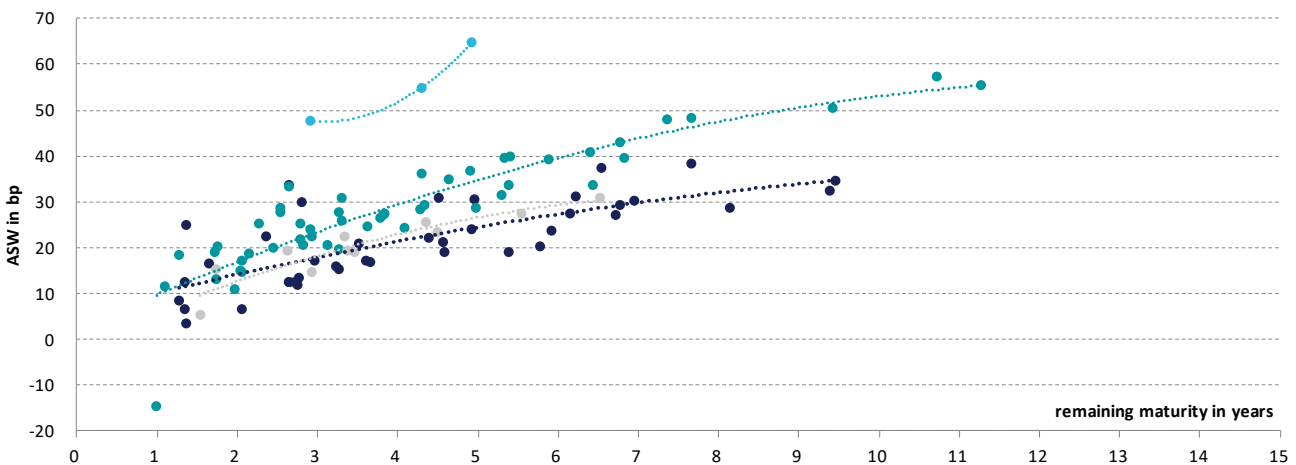


Spreadübersicht¹DACH   France Benelux   

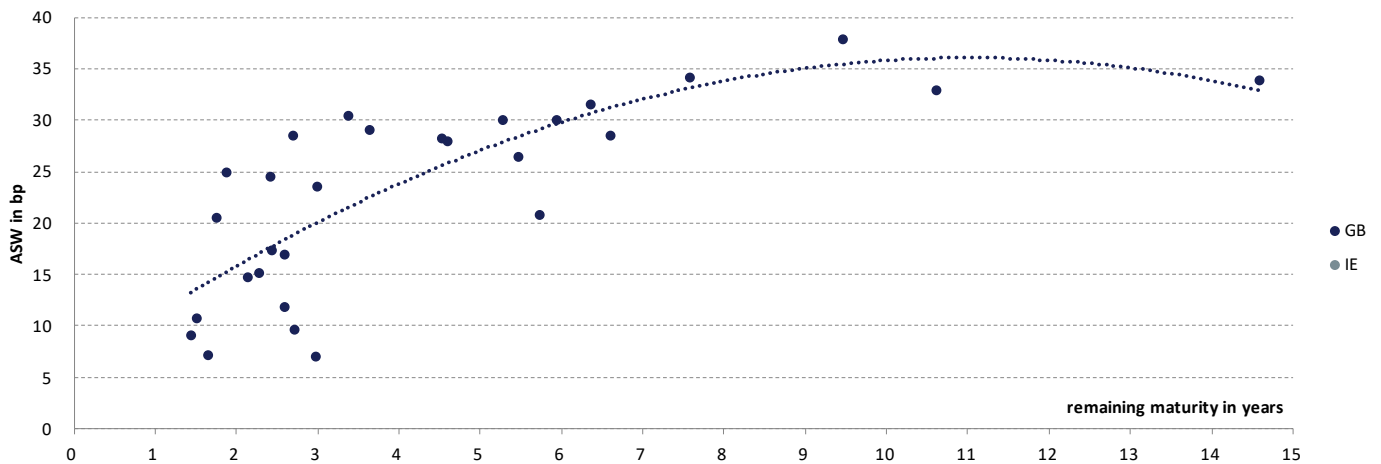
Nordics



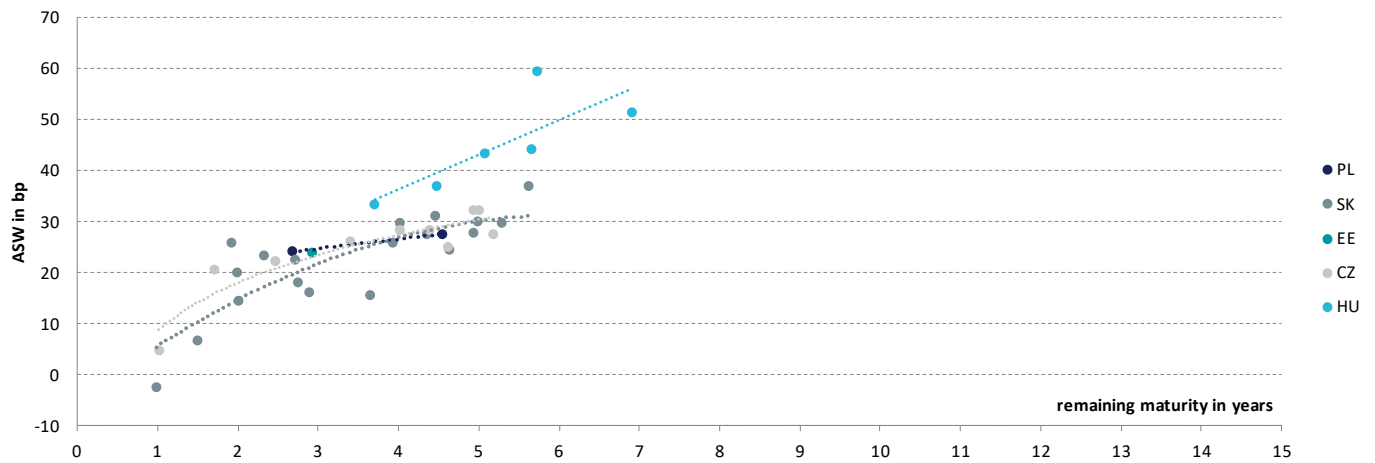
Southern Europe



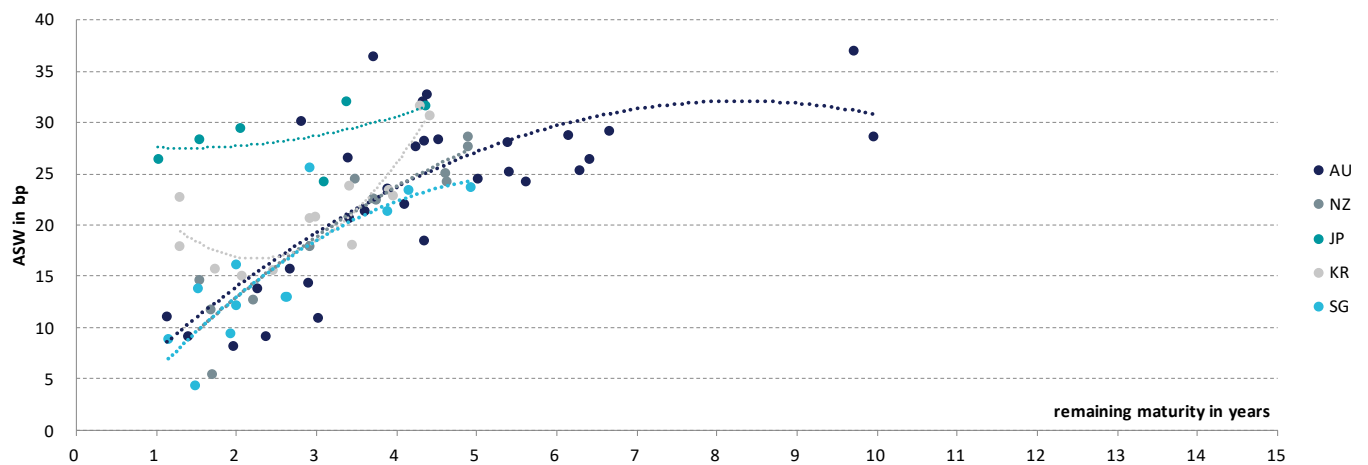
UK/IE



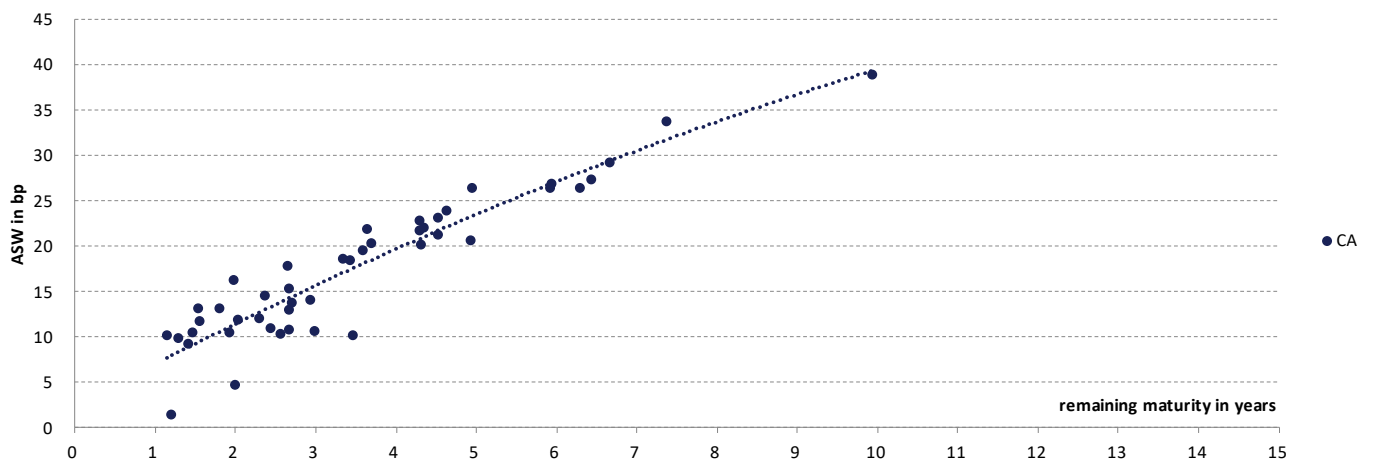
CEE



APAC



Canada

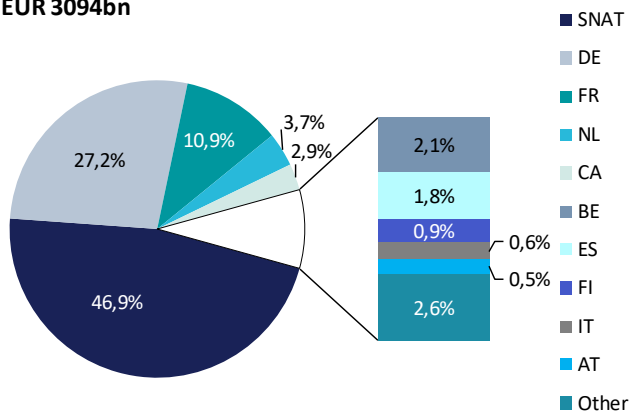


Charts & Figures

SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

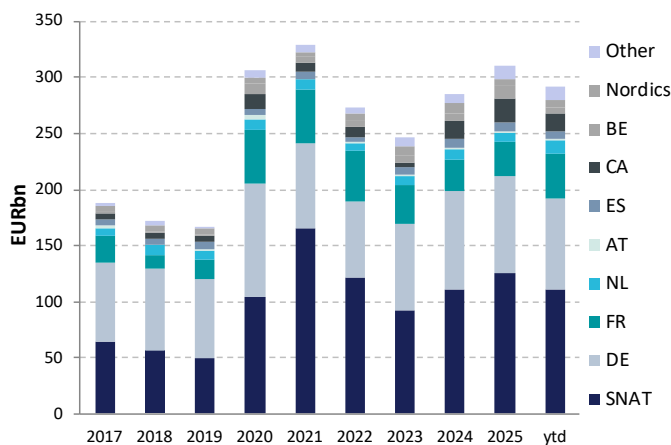
EUR 3094bn



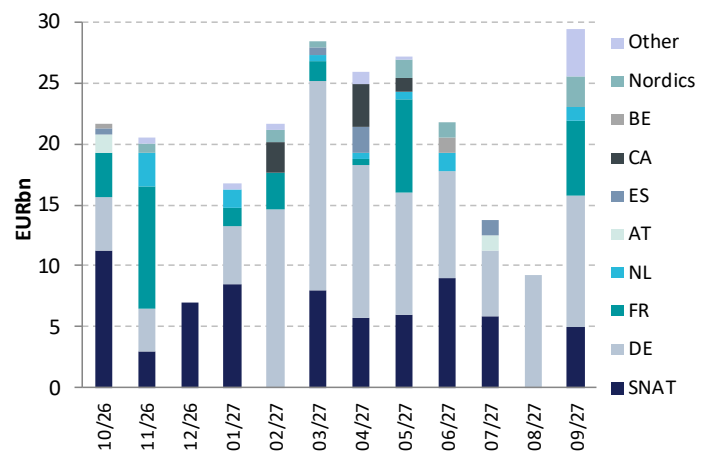
Übersicht der Top10 (EUR-Benchmarks)

Jurisdiction	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.450,0	287	5,1	7,2
DE	841,0	639	1,3	5,5
FR	336,4	220	1,5	4,8
NL	114,2	98	1,2	5,5
CA	88,8	75	1,2	6,0
BE	65,2	58	1,1	8,7
ES	54,7	82	0,7	4,6
FI	28,5	29	1,0	3,4
IT	19,9	27	0,7	4,0
AT	16,5	24	0,7	4,5

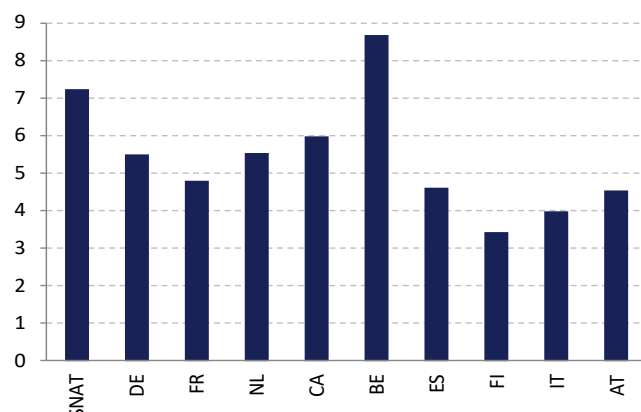
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



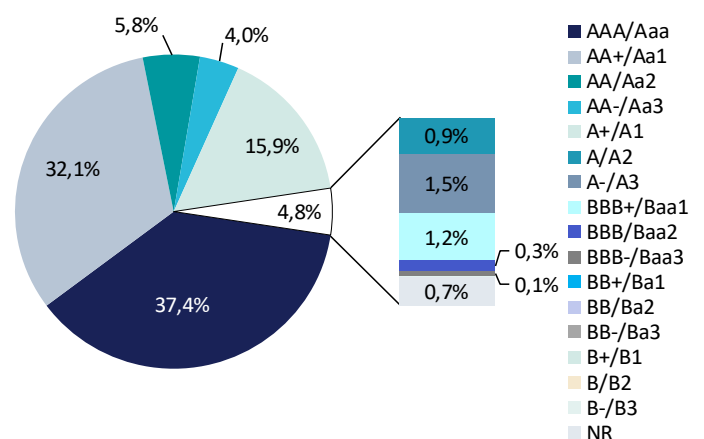
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



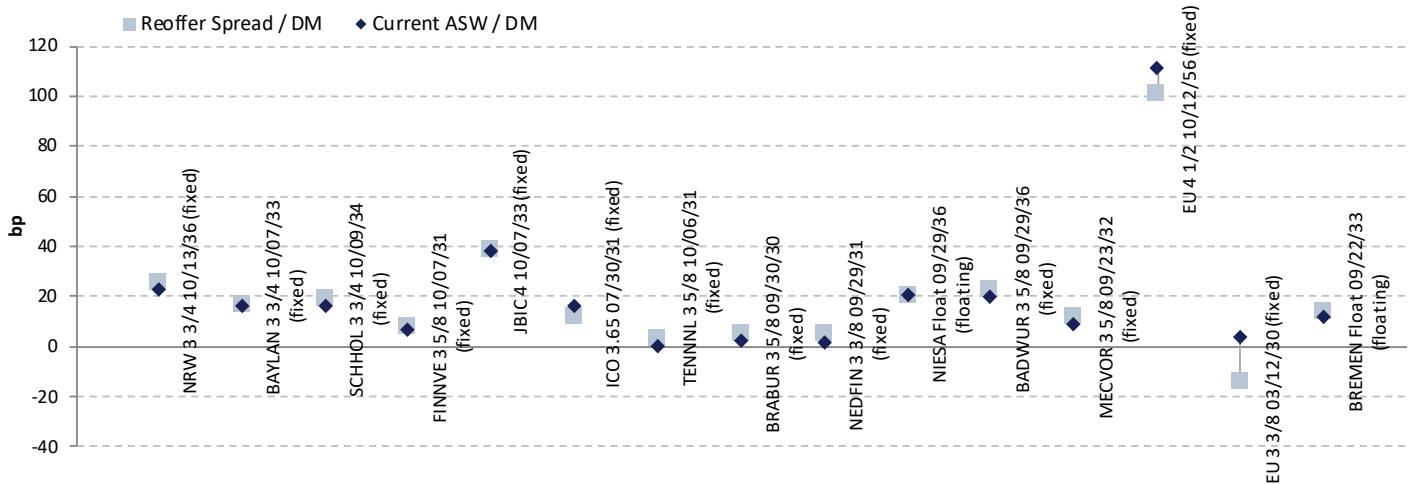
Vol. gew. Modified Duration nach Jurisdiktion



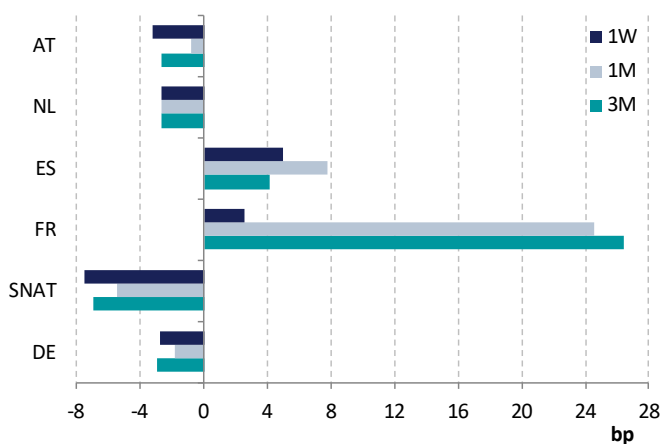
Ratingverteilung (volumengewichtet)



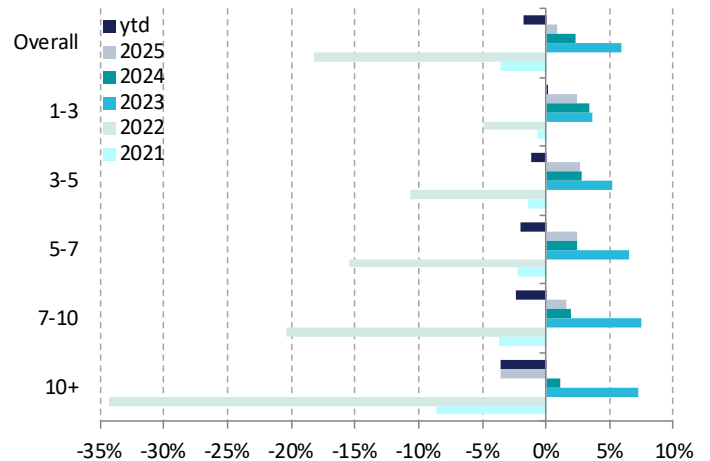
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



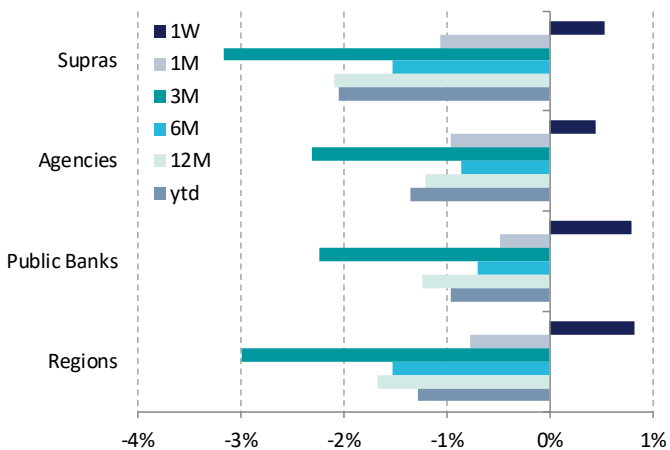
Spreadentwicklung nach Jurisdiktion



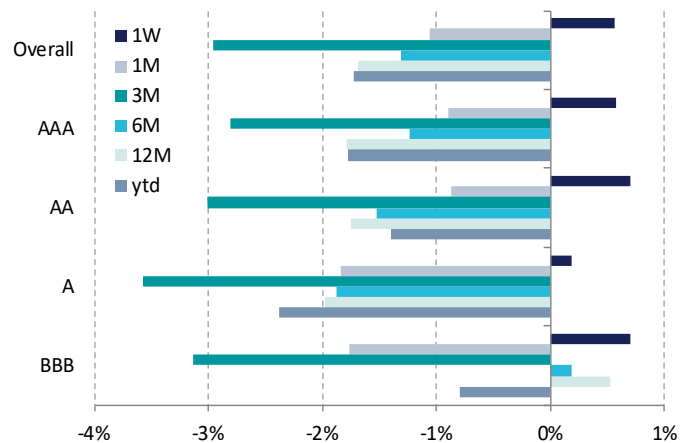
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance auf Indexebene (Total Return)

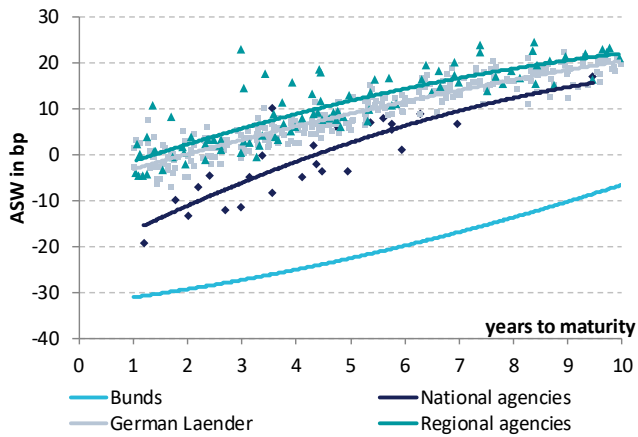


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

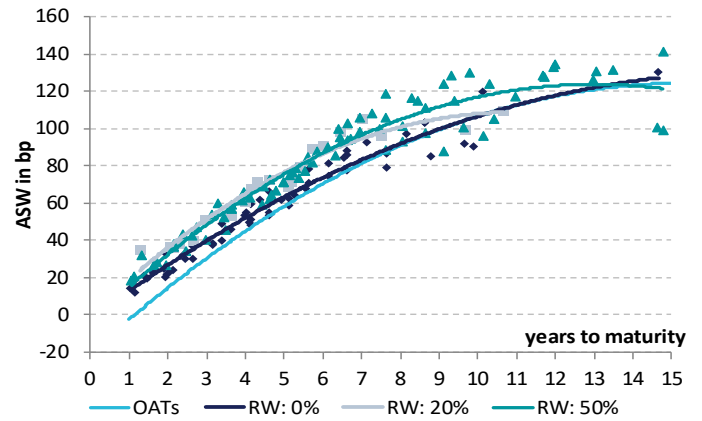


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

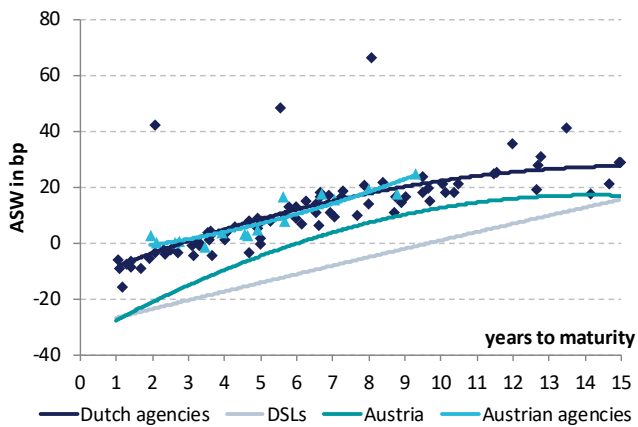
Germany (nach Segmenten)



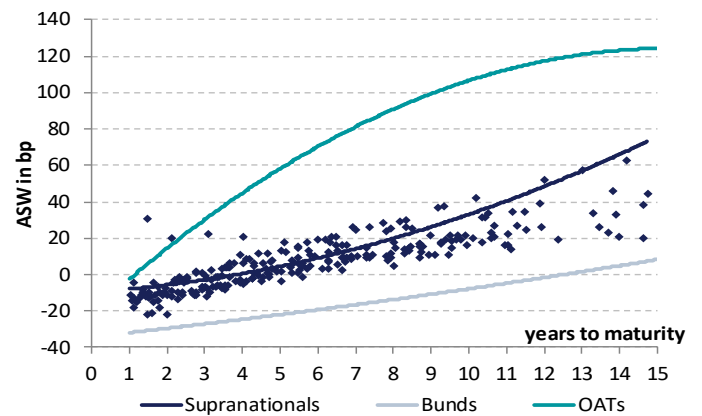
France (nach Risikogewichten)



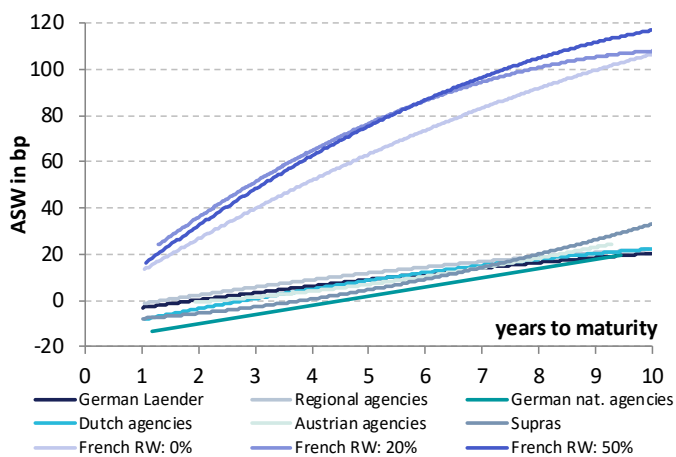
Netherlands & Austria



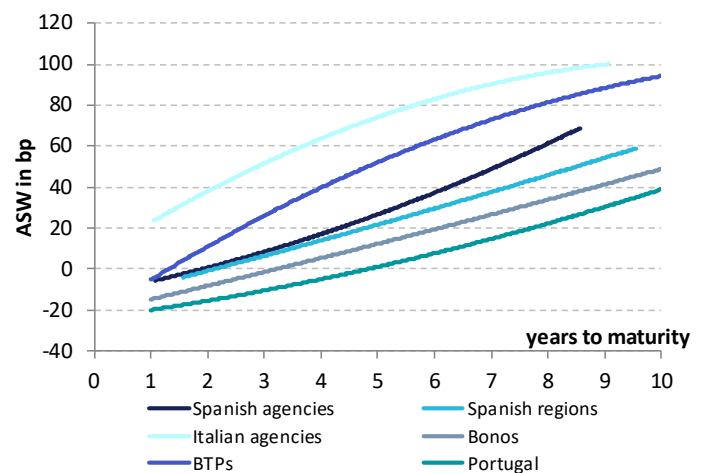
Supranationals



Core



Periphery



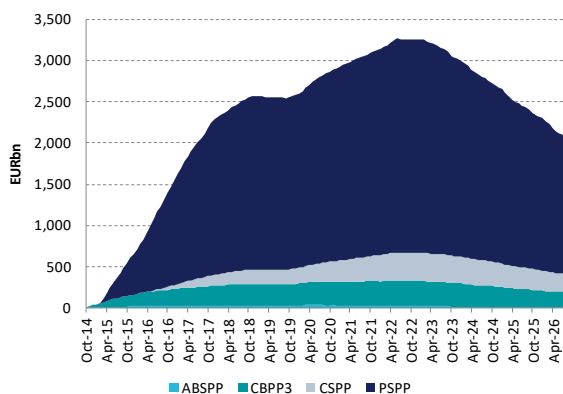
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures

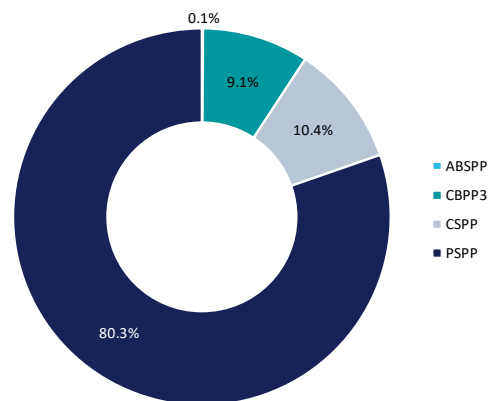
EZB-Tracker

Asset Purchase Programme (APP) und Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

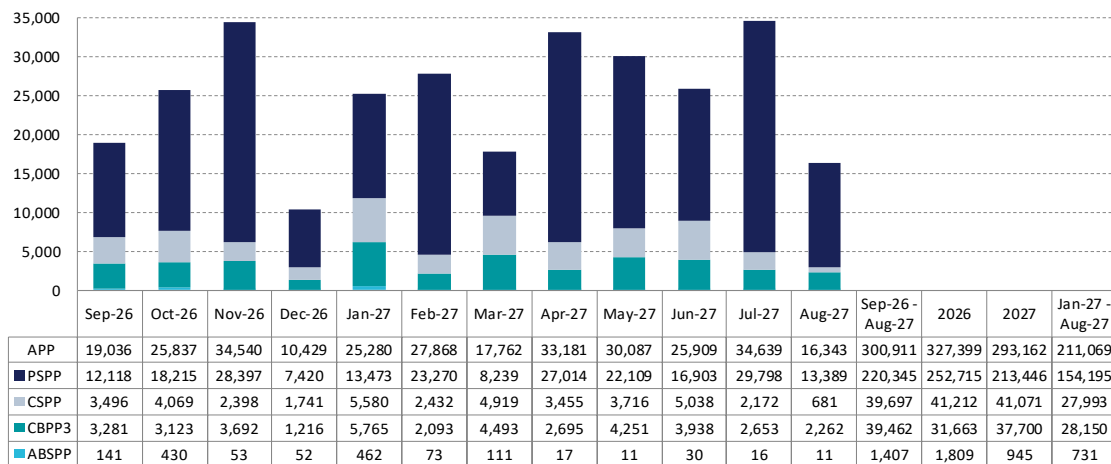
APP: Portfolioentwicklung



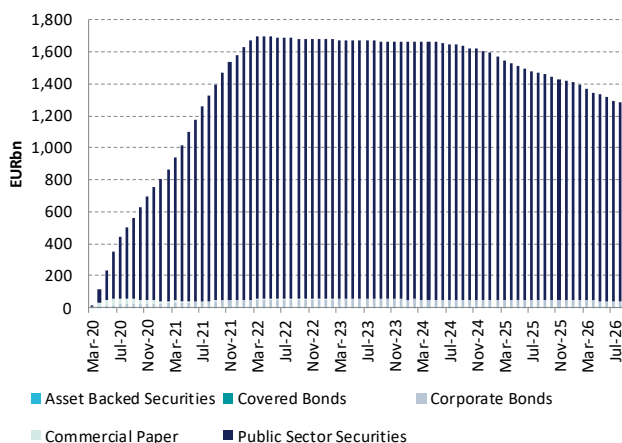
APP: Portfoliostruktur



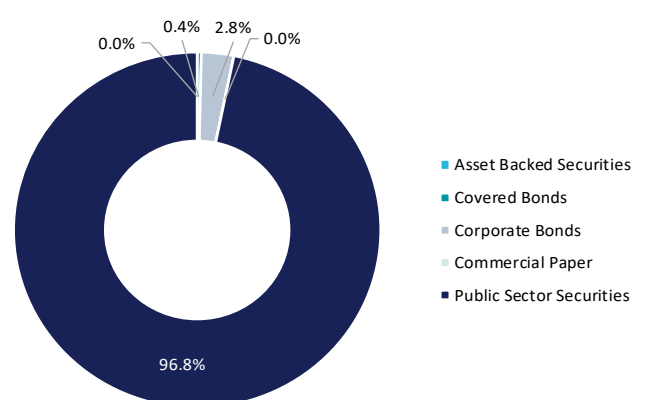
APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



PEPP: Portfolioentwicklung



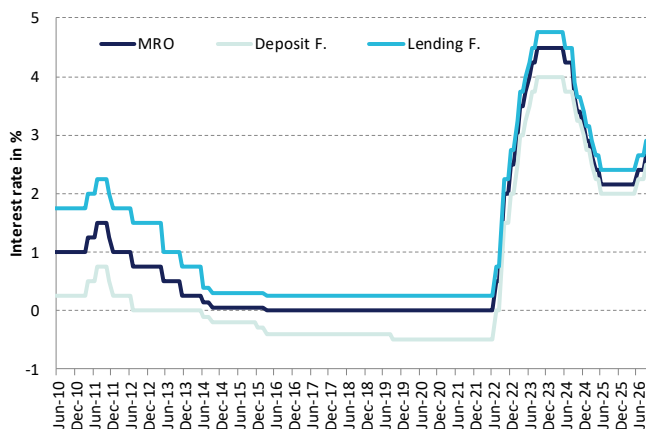
PEPP: Portfoliostruktur



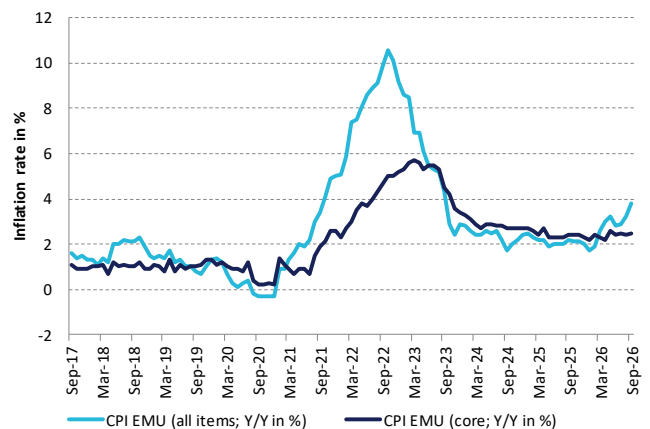
Charts & Figures

Cross Asset

EZB-Leitzinssätze



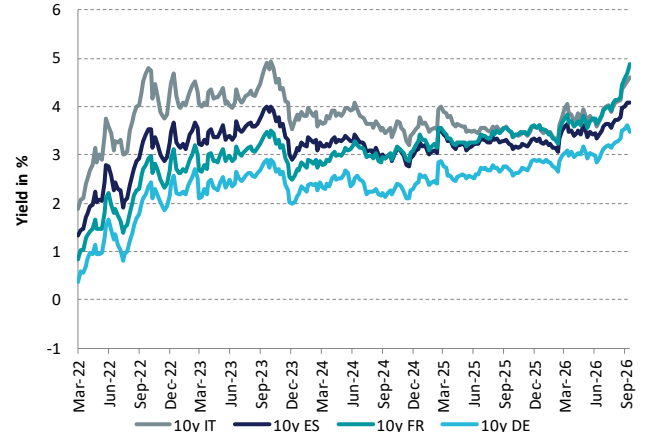
Inflationsentwicklung im Euroraum



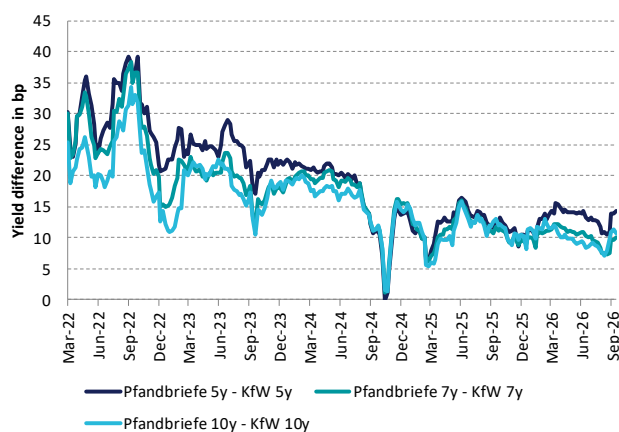
Bund-Swap-Spread



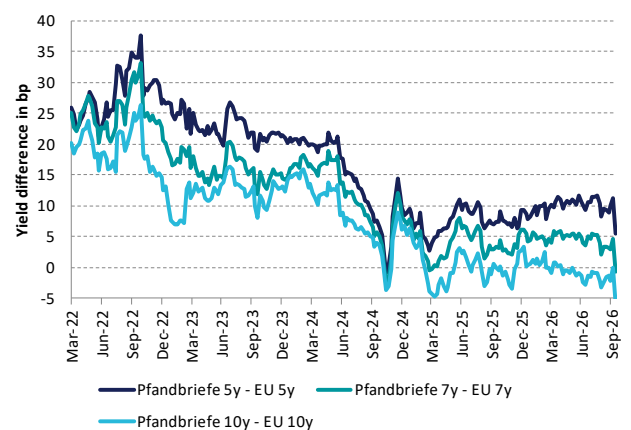
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
28/2026 // 30. September	- Fitch: Covered Bond-Ratingansatz - Teaser: Issuer Guide – Deutsche Agencies 2026
27/2026 // 16. September	- Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2026 - Italianische Agencies im Fokus
26/2026 // 09. September	- ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2025 - Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals & Agencies
25/2026 // 26. August	- Solvency II und Covered Bonds - Die Zeit drängt bei der Recovery and Resilience Facility (RRF)
24/2026 // 19. August	- Covereds: Ein Blick über das EUR-Benchmarksegment hinaus - Teaser: Issuer Guide – Französische Agencies 2026
23/2026 // 15. Juli	- Der Ratingansatz von Moody's - Pensionsverpflichtungen als Belastung für die Länderfinanzen
22/2026 // 08. Juli	- Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick - Megaemittent EU im Fokus
21/2026 // 01. Juli	- Ausblick auf den Covered Bond-Markt im II. Halbjahr - Hydration Break: Wie groß ist der SSA-Durst in H2/2026?
20/2026 // 24. Juni	- Bankensektor im Fokus: EBA Risk Dashboard im I. Quartal 2026 - NGEU: Green Bond Dashboard
19/2026 // 17. Juni	- Notenbankfähigkeit von Covered Bonds - Die Klassifizierung von Supranationals und Agencies nach Solvency II
18/2026 // 10. Juni	- Covereds: Triodos Bank – neuer Emittent aus den Niederlanden - Auckland Council – AUCCCN im Fokus
17/2026 // 03. Juni	- Relative Value von Covereds gegen Staatsanleihen im Fokus - Teaser: Issuer Guide – Skandinavische Agencies (Nordics) 2026
16/2026 // 27. Mai	- Covered Bond-Jurisdiktion Kanada im Fokus - Stabilitätsrat zur 35. Sitzung zusammengetreten
15/2026 // 20. Mai	- Covereds: Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2026 - Teaser: Issuer Guide – Niederländische Agencies 2026
14/2026 // 13. Mai	- Covereds – ESG-Benchmarksegment: Begrenztes Marktwachstum erwartet - Aktuelle LCR-Klassifizierung unserer SSA-Coverage
13/2026 // 29. April	Cross Asset: Benchmark-Indizes für Covered Bonds und SSA/Public Issuers
12/2026 // 22. April	- Italien: Covered Bond-Jurisdiktion im Aufwind - New Zealand Local Government Funding Agency im Fokus
11/2026 // 15. April	- Covereds: Wohin steuert der Markt im weiteren Jahresverlauf? - Das SSA-Segment im Jahr 2026 – Status Quo und Ausblick
10/2026 // 01. April	Cross Asset: Relative Value – im Auge des Sturms
09/2026 // 25. März	- Covereds: Emittenten unter Druck – attraktive Emissionsfenster sind rar - Update: Gemeinschaft deutscher Länder – Länderjumbos

Anhang

Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

[Issuer Guide – Covered Bonds 2025](#)

[Risikogewichte und LCR-Level von Covered Bonds](#) (halbjährlich aktualisiert)

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2026](#) (Quartalsupdate)

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2026 Sparkassen](#) (Quartalsupdate)

[Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten](#)

[EBA-Bericht zur Überprüfung des EU-Covered Bond-Rahmenwerks](#)

SSA/Public Issuers:

[Issuer Guide – Deutsche Länder 2026](#)

[Beyond Bundesländer: Kanadische Provinzen](#)

[Beyond Bundesländer: Belgien](#)

[Beyond Bundesländer: Großraum Paris \(IDF/VDP\)](#)

[Beyond Bundesländer: Spanische Regionen](#)

[Issuer Guide – Europäische Supranationals 2026](#)

[Issuer Guide – Außereuropäische Supranationals \(MDBs\) 2026](#)

[Issuer Guide – Deutsche Agencies 2026](#)

[Issuer Guide – Französische Agencies 2026](#)

[Issuer Guide – Skandinavische Agencies \(Nordics\) 2026](#)

[Issuer Guide – Niederländische Agencies 2026](#)

[Issuer Guide – Österreichische Agencies 2025](#)

Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2026](#)

[EZB-Preview: Darf es noch etwas mehr sein?](#)

Anhang

Ansprechpartner in der NORD/LB

Floor Research



Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Head of Desk

+49 152 090 24094

norman.rudschuck@nordlb.de



Lukas Kühne

Covered Bonds/Banks

+49 176 152 90932

lukas.kuehne@nordlb.de



Elias Degener

Covered Bonds/Banks

+49 157 851 65214

elias.degener@nordlb.de



Lukas-Finn Frese

SSA/Public Issuers

+49 176 152 89759

lukas-finn.frese@nordlb.de



Tobias Cordes, CIIA

SSA/Public Issuers

+49 162 760 6673

tobias.cordes@nordlb.de

Sales

Institutional Sales	+49 511 9818-9440
Sales Sparkassen & Regionalbanken	+49 511 9818-9400
Institutional Sales MM/FX	+49 511 361-9460
Fixed Income Relationship Management Europe	+352 452211-515
Retail & Structured Products	+49 511 361-9420

Origination & Syndicate

Origination FI	+49 511 9818-6600
Origination Corporates	+49 511 361-2911

Treasury

Liquidity Management/Repos	+49 511 9818-9620 +49 511 9818-9650
----------------------------	--

Trading

Covereds/SSA	+49 511 9818-8040
Financials	+49 511 9818-9490
Governments	+49 511 9818-9660
Länder/Regionen	+49 511 9818-9660
Frequent Issuers	+49 511 9818-9640

Sales Wholesale Customers

Firmenkunden	+49 511 361-4003
Asset Finance	+49 511 361-8150

Relationship Management

Institutionelle Kunden	rm-vs@nordlb.de
Öffentliche Kunden	rm-oek@nordlb.de

Disclaimer // Wichtige Hinweise**1. Erstellung der Information und aufsichtsrechtlicher Rahmen der NORD/LB**

Dieser Report (nachfolgend als „Information“ bezeichnet) ist von der NORDDEUTSCHEN LANDESBANK - GIROZENTRALE - („NORD/LB“) erstellt worden. Die für die NORD/LB zuständigen Aufsichtsbehörden sind die Europäische Zentralbank („EZB“) und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“). Eine Überprüfung oder Billigung dieser Präsentation oder der hierin beschriebenen Produkte oder Dienstleistungen durch die zuständige Aufsichtsbehörde ist grundsätzlich nicht erfolgt.

2. Beschränkter Empfängerkreis; Vertraulichkeit und Weitergabeverbote

Diese Information richtet sich ausschließlich an Empfänger in Deutschland (nachfolgend als „relevante Personen“ oder „Empfänger“ bezeichnet). Die Inhalte dieser Information werden den Empfängern auf streng vertraulicher Basis gewährt und die Empfänger erklären mit der Entgegennahme dieser Information ihr Einverständnis, diese nicht ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der NORD/LB an Dritte weiterzugeben, zu kopieren und/oder zu reproduzieren. Insbesondere darf weder diese Information noch eine Kopie hiervon in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in ihre Territorien oder Besitztümer gebracht oder übertragen oder an Mitarbeiter oder an verbundene Gesellschaften in diesen Rechtsordnungen ansässiger Empfänger verteilt werden.

3. Regulatorische Einordnung

Diese Information stellt keine Finanzanalyse i.S.v. Art. 36 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565, sondern eine lediglich Ihrer allgemeinen Information dienende Marketingmitteilung i.S.v. Art. 36 Abs. 2 dieser Verordnung dar. Vor diesem Hintergrund weist die NORD/LB ausdrücklich darauf hin, dass diese Information nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurde und auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt. Ebenfalls stellt diese Information keine Anlageempfehlung bzw. Anlagestrategieempfehlung im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 dar.

4. Zweck der Information; Quellenangaben; unverbindliche Einschätzungen und Haftungsausschlüsse

Diese Information und die hierin enthaltenen Angaben wurden ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und werden ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Es ist nicht beabsichtigt, dass diese Information einen Anreiz für Investitionstätigkeiten darstellt. Sie wird für die persönliche Information des Empfängers mit dem ausdrücklichen, durch den Empfänger anerkannten Verständnis bereitgestellt, dass sie kein direktes oder indirektes Angebot, keine individuelle Empfehlung, keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf sowie keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten und keine Maßnahme, durch die Finanzinstrumente angeboten oder verkauft werden könnten, darstellt. Alle hierin enthaltenen tatsächlichen Angaben, Informationen und getroffenen Aussagen sind Quellen entnommen, die von der NORD/LB für zuverlässig erachtet wurden. Die ferner hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind unverbindliche Werturteile des Bereichs Floor Research für die die NORD/LB keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit, Angemessenheit, Aktualität oder Vollständigkeit übernehmen kann.

Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Währungskurse, Kursschwankungen der Finanzinstrumente und ähnliche Faktoren können den Wert, Preis und die Rendite der in dieser Information in Bezug genommenen Finanzinstrumente oder darauf bezogener Instrumente negativ beeinflussen. Im Zusammenhang mit Wertpapieren (Kauf, Verkauf, Verwahrung) fallen Gebühren und Provisionen an, welche die Rendite des Investments mindern. Die Bewertung aufgrund der historischen Wertentwicklung eines Wertpapiers oder Finanzinstruments lässt sich nicht zwingend auf dessen zukünftige Entwicklung übertragen.

5. Keine Anlage-, Rechts-, Bilanzierungs- oder Steuerberatung; keine Eignungsfeststellung

Diese Information stellt keine Anlage-, Rechts-, Bilanzierungs- oder Steuerberatung sowie keine Zusicherung dar, dass ein Investment oder eine Strategie für die individuellen Verhältnisse des Empfängers geeignet oder angemessen ist, und kein Teil dieser Information stellt eine persönliche Empfehlung an einen Empfänger der Information dar. Auf die in dieser Information Bezug genommenen Wertpapiere oder sonstigen Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht für die persönlichen Anlagestrategien und -ziele, die finanzielle Situation oder individuellen Bedürfnisse des Empfängers geeignet.

6. Hinweis auf wesentliche Risiken

Ebenso wenig handelt es sich bei dieser Information im Ganzen oder in Teilen um einen Verkaufs- oder anderweitigen Prospekt. Für prospektpflichtige Emissionen sind ausschließlich die veröffentlichten Anleihebedingungen und Prospekte maßgeblich (abrufbar unter www.nordlb.de). Vor jeder Anlageentscheidung sollte eine unabhängige Beratung erfolgen. Investitionen bergen Risiken bis hin zum Totalverlust.

Die NORD/LB gehört dem Sicherungssystem der Deutschen Sparkassen-Finanzgruppe an. Weitere Informationen erhält der Empfänger unter Nr. 28 der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der NORD/LB oder unter www.dsgv.de/sicherungssystem.

Redaktionsschluss: 07. Oktober 2026 (08:46 Uhr)